

New Economy: Und die Entzauberung findet doch statt



Die Bewertung von Aktien mit Internet-Phantasie ist so schwierig wie nie. Selbst die erst in den letzten Jahren für die New Economy neu entwickelten Analysemethoden müssen auf den Prüfstand.

Von Rolf Knigge

*Geschäftsführer Helaba Trust
Beratungs- und Management GmbH*

Die neuen Märkte haben in den letzten Wochen die Erwartungen vieler Anleger und Analysten bitter enttäuscht. Bei Konkursmeldungen wie von boo.com oder Gigabell, aber auch bei anderen Aktien der New Economy haben die Investoren wahre Schockerlebnisse verarbeiten müssen. Obwohl einiges schon zuvor darauf hingedeutet hatte, dass die Liquidität nicht mehr so ungebrochen in die Neuen Märkte hineinfließt wie noch vor einem Jahr und die Wachstumsperspektiven der Internet-Titel nicht unendlich gross sind, hat erst der jüngste Markteinbruch die Community wirklich zurück in die Realität geholt: Die Internet-Phantasie hat ihren Zauber verloren.

Doch auch wenn jetzt klar ist, dass in den Neue-Markt-Werten das schnell-

le Geld nicht mehr zu verdienen ist, ist es zugleich so schwer wie nie, aus der Vielfalt börsennotierter Titel der High-Tech-Segmente überhaupt einen vielversprechenden Titel herauszufiltern. Dass Aktienbewertungsverfahren, die sich in der Old Economy bewährt haben, Titel der New Economy nur beschränkt erfassen, ist zwar längst bekannt. So sind das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite Kennzahlen, mit denen sich ein Automobilhersteller gut beurteilen lässt, die aber auf einen Internet-Dienstleister mit hohen Startverlusten nicht passen.

Aber schon haben auch die Alternativen, die zur Beurteilung der Neuen Märkte deshalb herangezogen worden sind, Kratzer bekommen. Dabei war generell als Faustregel akzeptiert: Der für die Verluste ursächliche hohe Investitionsbedarf sei ein Indiz für künftige Ertragschancen. Für Titel der New Economy wurde daher auf die Discounted-Cash-Flow-Methode zurückgegriffen oder mit Vergleichen zu anderen Branchenvertretern gearbeitet. Rund 47% der Investmentbanken nutzen die DCF-Methode; Vergleichsverfahren ziehen rund 41 % der Analysten für New-Economy-Titel heran. Doch inzwischen hat die Marktentwicklung Analysten und Investoren so weit gebracht, allein an der Notwendigkeit und Höhe der bislang eher unkritisch eingestuften Anfangsverluste erheblich zu zweifeln.

Daher gilt es jetzt, diese Methoden zu erneuern und zu ergänzen. Künftig müssen Faktoren in den Analysen einen festen Platz finden, die bislang nur am Rande eine Rolle gespielt haben, wie der Lebenszyklus, in dem sich ein Unternehmen befindet. Durch die Berücksichtigung eines solchen zusätzlichen Aspektes wird die Analyse nicht nur komplexer; es steigen auch die Anforderungen an die Urteilsfähigkeit des einzelnen Analysten. Er muss in dem konkreten Beispiel Annahmen

darüber fällen, in welchem Stadium sich das Unternehmen tatsächlich befindet, wobei diese auch dann zuzutreffen haben, wenn sich über sie noch so trefflich streiten lässt.

Geeignete Bewertungskennzahlen

Welche Kennzahlen eignen sich nun, die Marktphase in die Analyse einzubeziehen? In der Frühphase eines Unternehmens können durchaus die verbreiteten Kennzahlen wie die Marktbewertung pro Kunde beziehungsweise pro Mausclick oder das Kurs-Umsatz-Verhältnis Anwendung finden. Für Unternehmen, deren Marktreife fortgeschritten ist, eignen sich die Verhältniszahlen vom Kurs zu den Gewinnkennzahlen EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen), EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) oder zum um die Steuern bereinigten operativen Nettogewinn (NOPLAT). Schliesslich können Neue-Markt-Firmen, die bereits Gewinne erwirtschaften, mit der Beziehung aus dem Kurs-Gewinn-Verhältnis zur geschätzten mittelfristigen Wachstumsrate (PEG-Ratio) bewertet werden.

Unabhängig von der Marktphase bleiben Unsicherheiten, die sich mit eindimensionalen Kennzahlen gar nicht messen lassen. In der Biotechnologie zum Beispiel gilt die Anzahl der in der Entwicklung befindlichen Substanzen als wichtiger Hinweis für die Zukunftsperspektiven des Unternehmens. Von rund 5000 Substanzen in der Phase des Screenings schafft es jedoch über die Phasen der Optimierung und der Vorklinik bis zur Zulassung und Markteinführung schätzungsweise nur eine einzige Substanz. Um solche Enttäuschungen zu kalkulieren, sollten Realloptionen-Modelle aufgestellt werden, die bei Multiprojektunternehmen Aufschluss darüber geben, was passiert, wenn die Entwicklung eines einzelnen Produktes scheitert.

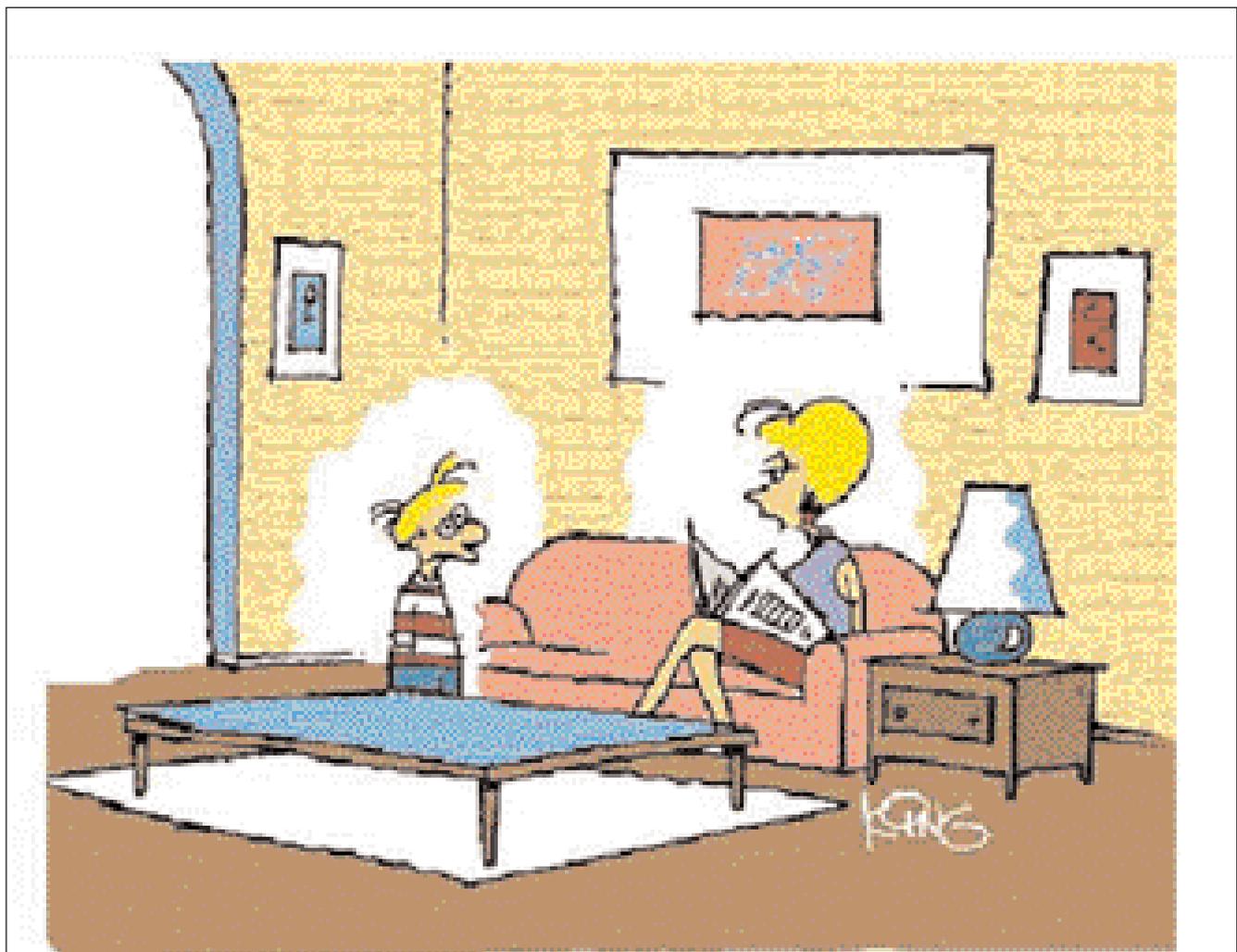
Doch auch wenn die komplexeste Analyse des Unternehmens erfolgt ist, heisst das noch nicht Entwarnung. Nicht zuletzt helfen alle Modelle nichts, wenn nicht der Analyst auch sein wichtigstes Asset einbringt: den gesunden Menschenverstand. So muss er die Management-Qualitäten der Unternehmensführung beurteilen – ein sehr wichtiger Punkt gerade in der Frühphase. Wichtig ist, den Blick nicht auf die Erfahrung, die Ausbildung oder die bisherigen Leistungen des obersten Managements zu verengen, sondern als Kriterien auch die Qualität des Teams über alle Hierarchiestufen hinweg, das soziale Netzwerk und die Offenheit und Qualität der zweiten Managementebene heranzuziehen.

Business Case auf den Prüfstand

Für die Bewertung unabdingbar ist vor diesem Hintergrund die Vorstellung, ob und wie ein Business Case funktioniert. Dazu gehört zunächst einmal auch ein Plausibilitätstest der Zahlen. Bei der Übernahme von Voicestream beispielsweise hat die Deutsche Telekom pro Kunde US\$ 22'800 gezahlt. Ob dieser Deal hält, was sich die Telekom verspricht, hängt davon ab, ob sie mit jedem der Voicestream-Kunden künftig wirklich diese Summe Umsatz erzielen kann oder nicht. In diesem Fall kann sich jeder selbst schnell fragen, ob er je schon für diese Summe Telekommunikationsdienstleistungen in Anspruch genommen hat, wobei Umsatz noch nicht gleich auch für das

übernehmende Unternehmen Gewinn bedeutet.

Deshalb muss der Business Case bis ins letzte Detail auf den Prüfstand. Anleger und Analysten sollten dazu Szenarien entwickeln, um die Funktionsfähigkeit des Geschäftsmodells zu überprüfen. Dazu gehört nicht nur, sowohl Voraussetzungen zu berücksichtigen, die wahrscheinlich sind, als sich auch extreme Szenarien (worst case, best case) vorzustellen und zu überlegen, ob und wie das Unternehmen qualitativ und quantitativ darauf antworten kann. Dann stimmt auch das Bewusstsein für das Risiko von Aktien in den Neuen Märkten wieder.



***"No, you weren't downloaded.
Your were born."***