

ANALYSE**SGS und Sika fallen mit einer aggressiven Kapitalallokation auf**

Beim Warenprüfer und dem Bauchemieunternehmen hat sich die Kapitalstruktur markant verschlechtert. Das birgt auch Risiken für die Aktien.

Andreas Kälin

03.02.2021, 05.06 Uhr

In jüngerer Zeit ist zu beobachten, dass sich selbst bei Topunternehmen die Kapitalstruktur rapide verändert, sprich: markant verschlechtert. Zwei Beispiele dafür sind der Warenprüfer SGS und das Bauchemieunternehmen Sika. Beide verfügen zurzeit über eine relativ gute Bonität: SGS wird von der Agentur Moody's mit A3 eingestuft, Sika von Standard & Poor's mit A- bei negativem Ausblick.

Die jüngste Verschlechterung der Kapitalstruktur bei Sika und speziell bei SGS ist nicht nur auf die Pandemie zurückzuführen, sondern erklärt sich insbesondere mit einer aggressiven Kapitalallokation.

Fünf Wege der Allokation

Grundsätzlich gibt es für Unternehmen fünf verschiedene Wege, das Kapital zu allozieren. Erstens können sie ihre verfügbaren Mittel für Investitionen in langfristige Anlagegüter einsetzen oder

zweitens für Übernahmen nutzen. Drittens können die Mittel zur Schuldenreduktion verwendet werden. Der vierte Weg ist die Auszahlung von Dividenden, und den fünften bilden Aktienrückkäufe.

Den beiden letztgenannten Möglichkeiten ist eigen, dass davon allein die Aktionäre profitieren. Sowohl SGS wie Sika verfolgen ein Geschäftsmodell, das das Wachstum explizit auch mit Akquisition zu beschleunigen sucht.

SGS N

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/249745-4-1)



SGS: Eine Kette von Zukäufen

SGS, das führende Unternehmen in den Bereichen Prüfen, Testen, Verifizieren und Zertifizieren, hat in den Jahren 2015 bis 2020 insgesamt 66 Übernahmen getätigt, oder durchschnittlich elf pro Jahr. Meist handelte es sich um kleine Akquisitionen. Die Letzte von 2020 war ein etwas grösserer Schritt: Per Ende Dezember

übernahm SGS die Synlab Analytics & Services mit einem Umsatz von etwas über 200 Mio. € zum stolzen Preis von 550 Mio. €.

Im Jahr 2019 hatte der Warenprüfer für einmal auch eine grosse Devestition vorgenommen und die US-Tochter Petroleum Services Corporation mit 300 Mio. \$ Umsatz für 335 Mio. \$ verkauft. Alle Zu- und Verkäufe gegeneinander aufgewogen, hat das akquisitorische Wachstum bei SGS im Zeitraum 2015 bis 2020 knapp 0,6 Prozentpunkte zum durchschnittlichen währungsbereinigten Umsatzwachstum von jährlich 2,2% beigetragen.

Sika N

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/41879292-4-1)



Sika: Teurer Parex-Kauf

Sika hat seit 2005 insgesamt 65 Übernahmen getätigt, ebenfalls meist kleine. Vor etwas mehr als anderthalb Jahren wagte der Zulieferer für die Bau- und Autoindustrie aber eine grosse

Akquisition: Per Mai 2019 erwarb er den französischen Mörtelhersteller Parex mit rund 1,2 Mrd. Fr. Umsatz zum ansehnlichen Preis von 2,5 Mrd. Fr., gut dem Zweifachen des Umsatzes.

Bei Sika hat das akquisitorische Wachstum im Zeitraum von 2015 bis 2019 fast 5,5 Prozentpunkte zum durchschnittlichen währungsbereinigten Umsatzwachstum von jährlich 9% beigetragen.

Ein Management verhilft seinem Unternehmen mit Akquisitionen zu mehr Wachstumsfantasie, was die Bewertung der Aktien treibt. Um die Aktionäre aber nicht zu belasten, sollten Zukäufe nicht mit deren Geld, also über Kapitalerhöhungen, finanziert werden.

Als Sika Anfang 2019 die Parex-Grossübernahme ankündigte, reagierten die Aktionäre im ersten Moment skeptisch, weil sie eine Kapitalerhöhung befürchteten. Das Management wiegelte schnell ab und erklärte, die Übernahme solle mit selbst erarbeiteten Mittel und Schulden finanziert werden. «Das Sika-Management orientiert sich stärker am Aktienkurs als an der Bonitätsnote», kommentierte Dominik Meyer, Kreditanalytist der Bank Vontobel, die Sachlage damals gegenüber der «Aargauer Zeitung».

Goodwill versus Eigenkapital

Die Kehrseite der teuren Übernahmen zeigt sich inzwischen in den Bilanzen der beiden Unternehmen.

SGS legte letzte Woche den Jahresabschluss 2020 vor. Er zeigt auf, dass der Goodwill, also der bei Übernahmen bezahlte Aufpreis zum Substanzwert, insgesamt auf 1,65 Mrd. Fr. gestiegen ist – und damit das Eigenkapital von 1,13 Mrd. Fr. um 46% übersteigt.

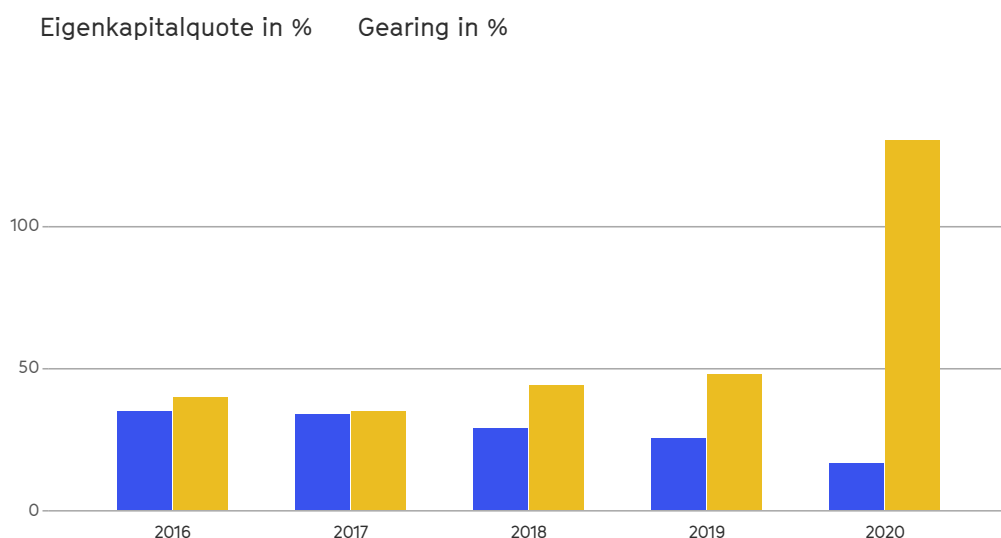
Beim Eigenkapital selbst hat sich der rückläufige Trend zuletzt verstärkt, auch infolge anderer die Aktionäre bevorteilender Massnahmen wie Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen: Die Eigenkapitalquote ist in Jahresfrist von 25,2 auf magere 16,4% gesunken.

Das Gearing explodiert

Das schafft eine Situation, die tückischer ist, als es etwa die Aktienanalysten, die aus der Warte der Aktionäre argumentieren, wahrhaben wollen. Von der Seite der Aktienanalysten heisst es: Die Nettoverschuldung von SGS habe zwar zugenommen – genau genommen hat sie sich im letzten Jahr exklusive Leasing-Verbindlichkeiten von 0,76 auf 1,48 Mrd. Fr. fast verdoppelt –, aber sie liege mit dem 1,1-Fachen des erzielten Ebitda in absolut vernünftigem Rahmen.

Es gibt aber noch einen anderen Verschuldungsgrad: das Gearing, das die Nettoverschuldung in Relation zum Eigenkapital setzt. Im Fall von SGS ist das Gearing im vergangenen Jahr von 48 auf 130% explodiert und liegt auf einem Niveau, das zu Fragen Anlass gibt.

SGS: Das Eigenkapital sinkt, der Verschuldungsgrad steigt



Quelle: Geschäftsberichte, themarket.ch – Grafik: ak.

Das Thema Wertminderung

Hier kommen wieder die teuren Übernahmen resp. der daraus resultierende Goodwill ins Spiel: Pandemiebedingt hat auch SGS im Jahr 2020 Federn gelassen und einen währungsbereinigt um 8,8% tieferen Umsatz sowie einen Rückgang der Ebit-Marge von 16,4 auf 14,2% hinnehmen müssen. Mit der Frage, wie rasch sich das Geschäft erholen kann, rückt auch die Frage in den Vordergrund, ob die bei den Übernahmen gemachten Annahmen zur Cashflow-Entwicklung weiter vertretbar sind resp. ob beim Goodwill Wertberichtigungsbedarf besteht.

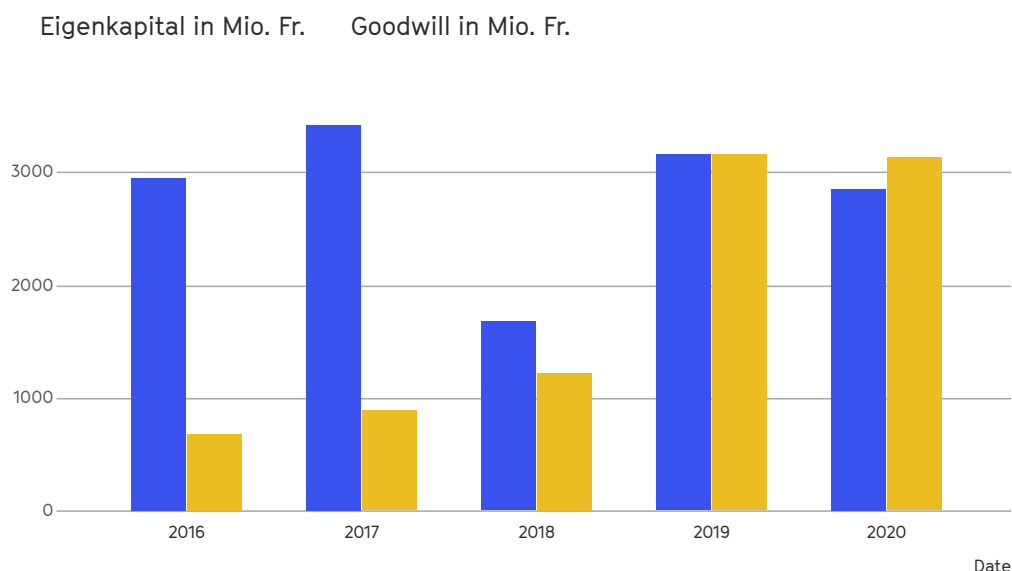
Der Finanzierungs- und Ratingspezialist John Feigl vom unabhängigen Beratungsunternehmen Pilfor ist sich sicher, dass es über das Thema Goodwill zwischen den SGS-Leuten und den Revisoren «kontroverse Diskussionen» gibt. Eine allfällige

Wertminderung des Goodwill würde die bereits magere Eigenkapitalbasis von SGS weiter schmälern und andererseits das Gearing weiter erhöhen, womit die Gefahr akut würde, dass die Kapitalstruktur des Warenprüfkonzerms nicht mehr nachhaltig ist.

Sika: Rasche Erholung nötig

Sika hat erst die Umsatzzahlen für 2020 vorgelegt, aber noch nicht die Erfolgsrechnung und die Bilanz. Wie die verfügbaren Zahlen zeigen, haben sich die Bilanzverhältnisse auch hier in den letzten Jahren verschlechtert. Seit Ende 2018 bis Mitte 2020 stieg die Position Goodwill infolge der Parex-Übernahme von 1,22 auf 3,13 Mrd. Fr., womit sie das zuletzt ausgewiesene Eigenkapital von 2,85 Mrd. Fr. klar übersteigt.

Sika: Der Goodwill übersteigt das Eigenkapital



Quelle: Geschäftsberichte, themarket.ch – Grafik: ak.

Im Zeitraum von Ende 2018 bis Mitte 2020 stieg die Nettoverschuldung zudem von 2,11 auf 3,77 Mrd. Fr. – das ist das 2,7-Fache des Ebitda von 2019, und es entspricht mehr als 130% des zuletzt ausgewiesenen Eigenkapitals. Beides sind hohe Werte.

Das Sika-Management genießt unter Aktien- wie Kreditanalysten einen ausgezeichneten Ruf. Es hat bereits unter Beweis gestellt, dass es zugekaufte Unternehmen gut integrieren kann. Die ersten Eckdaten zu 2020 belegen zudem, dass Sika sich in der Pandemie gut geschlagen hat. Der Umsatz stieg im letzten Jahr währungsbereinigt um 3,4%, aber nur dank eines positiven Akquisitionseffekts von 7,2%. Ohne diesen sank er organisch um 3,8%.

Feigl vom Beratungsunternehmen Pilfor merkt an, dass eine schnelle Geschäftserholung nötig sei, um die Werthaltigkeit der hohen Goodwill-Position nicht zu gefährden. Allein durch den Erwerb von Parex kam bei Sika ein Goodwill von 1,93 Mrd. Fr. in die Bücher hinzu.

SGS-CFO testet Limiten aus

Grundsätzlich stellt sich im Fall von SGS wie Sika angesichts der angespannten Kapitalstruktur die Frage, ob die Unternehmen ihre bisherige, sehr stark auf die Aktionärsbedürfnisse ausgerichtete Kapitalallokation so weiterverfolgen können oder ob sie demnächst mehr auf die Interessen der Fremdkapitalgeber eingehen müssen.

Der Jahresabschluss 2020 von SGS zeigt deutlich, wie sehr Finanzchef Dominik de Daniel die Limiten auszutesten bereit ist –

zugunsten der Aktionäre. So zahlte der Warenprüfkonzern im letzten Jahr an seine Aktionäre eine Dividendensumme von 598 Mio. Fr. aus und kaufte dazu eigene Aktien im Umfang von 208 Mio. Fr. zurück. Das ergab eine Gesamtausschüttung von 806 Mio. Fr.

Der den Aktionären zurechenbare Konzerngewinn 2019 lag demgegenüber lediglich bei 660 Mio. Fr., womit die Ausschüttung an die Aktionäre 122% des Gewinnes entsprach.

Im Jahr 2020 ist dieser Gewinn nun um mehr als ein Viertel auf 480 Mio. Fr. oder 64.05 Fr. je Aktie gesunken, und dennoch kürzt die Konzernführung die Dividende nicht, sondern belässt sie auf 80 Fr. je Aktie. Damit steigt die Ausschüttungsquote auf 125%.

«Sehr fragwürdig»

SGS wird den Aktionären also wieder deutlich mehr ausschütten, als sie für sie verdiente. Für Finanzierungs- und Ratingspezialist Feigl ist das auch angesichts des knapper gewordenen Kapitalkleids des Unternehmens «ein Zeichen einer aggressiven Kapitalallokation und sehr fragwürdig in einem Umfeld wie heute, in dem es an Visibilität mangelt».

Er betont, dass es in solchen Situationen für die Unternehmen darum gehe, «die richtigen Signale an alle Investorengruppen auszusenden, auch an die Bondinvestoren sowie an die Ratingagentur». Aus Erfahrung weiss er, dass die Ratingagenturen in einer Dividendenkürzung ein sehr starkes Signal dafür sehen,

dass das Unternehmen sich der Wahrung der finanziellen Solidität verpflichtet fühlt.

Qualität mit Risiken

Sika wie SGS geniessen unter Aktienanlegern und Analysten einen Ruf als Qualitätsunternehmen. The Market rät aber, die Bilanzentwicklung bei den Unternehmen genau im Auge zu behalten. Die Bilanzverhältnisse sind angespannt, und wenn die Geschäftserholung nicht so rasch wie erhofft vonstattengeht, werden Wertberichtigungen auf den hohen Goodwill-Positionen zum Thema. Wertminderungen würden nicht nur das Eigenkapital schmälern und das Gearing weiter steigen lassen, sondern auch signalisieren, dass die akquirierten Unternehmen künftig nicht so viel Cashflow generieren werden wie erwartet.

Die Annahme von The Market lautet, dass Sika und SGS ihre bisherige, aggressiv auf die Bedürfnisse der Aktionäre ausgerichtete Kapitalallokation nicht dauerhaft fortführen können – speziell die Zuständigen von SGS loten die Grenzen aus und laufen Gefahr, Kompromisse eingehen zu müssen: Entweder sie schränken künftig die Akquisitionstätigkeit ein, wodurch sich das Wachstum verringert, oder sie reduzieren die Ausschüttungen an die Aktionäre.

Das eine wie das andere würde Druck auf den Aktienkurs ausüben.