

VALUETRUST

Unicorns und die Bewertung von Start-ups:
sind bewährte Bewertungsmethoden außer Kraft
gesetzt?

CFO Forum Stegersbach

20. April 2018

Inhaltsverzeichnis

- 1. Aktuelle Entwicklungen am Venture Capital Markt** **3**
- 2. Relevante Bewertungsmethoden bei Start-ups und Wachstumsunternehmen** **9**

Kontakt

Prof. Dr. Christian Aders

Vorstandsvorsitzender

T: +49 89 388 790 100

M: +49 172 850 4839

christian.aders@value-trust.com

Florian Starck

Steuerberater

Vorstand

T: +49 89 388 790 200

M: +49 172 896 8989

florian.starck@value-trust.com

Marion Swoboda-Brachvogel

Director

T: +43 1 537 124 838

M: +43 664 2382 366

marion.swoboda-brachvogel@value-trust.com

ValueTrust Financial Advisors GmbH

Schottenring 16

1010 Wien

ValueTrust Financial Advisors SE

Theresienstraße 1

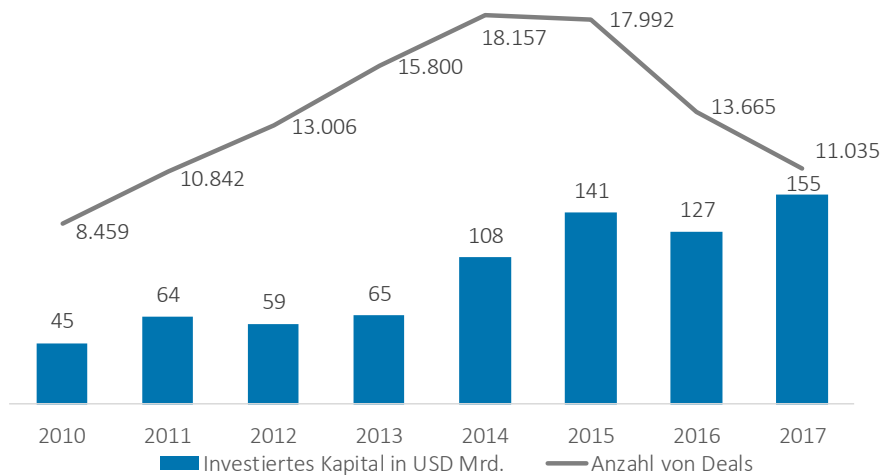
80333 München

www.value-trust.com

1 Aktuelle Entwicklungen am Venture Capital Markt

In 2017 wurde im Venture Capital-Bereich ein Rekordniveau beim Finanzierungsvolumen erreicht

Globale jährliche Venture Capital (VC)-Finanzierung...

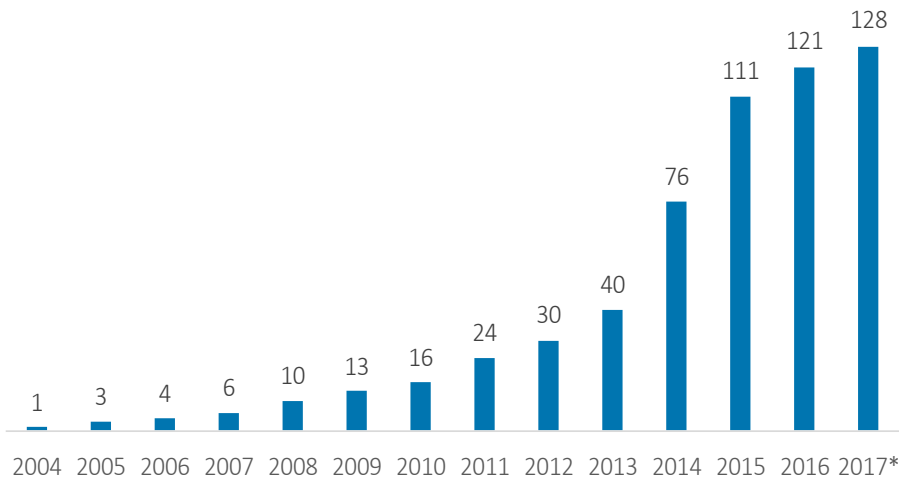


...erreicht in 2017 einen Rekordwert







- Im Vergleich zu 2016 ist das jährliche Investitionsvolumen auf dem globalen VC-Markt in 2017 um 22% gestiegen und hat die Rekordhöhe von USD 155 Mrd. erreicht
- Die Anzahl der abgeschlossenen Deals ist seit 2014 zwar kontinuierlich gesunken, das Investitionsvolumen bleibt allerdings auf extrem hohem Niveau
- Die fünf größten VC-Deals sind für ca. USD 16 Mrd. Investitionsvolumen in 2017 verantwortlich
- Im Zeitraum von 2018 bis 2022 wird ein weiteres Wachstum des globalen Investitionsvolumens von über 27% (CAGR) erwartet

Die hohe Liquidität spiegelt sich in zunehmend hohen Bewertungsniveaus, insbesondere auch in der konstanten Zunahme an Unicorns, wider

Anzahl US-Unicorns*



Top 10 Unicorns

Unternehmen	Gründungsjahr	Wert (USD Mrd.)
UBER	2009	68
 airbnb	2008	31
wework	2010	21
 SPACE X	2002	21
 Palantir	2004	20,5
 Pinterest	2010	12,3
samumed	2008	12
 Dropbox	2007	10
stripe	2010	9,2
 lyft	2012	7,5

- Bei Unicorn-Bewertungen ist ein kontinuierliches Wachstum beobachtbar. Im Vergleich zu 2013-2015 hat sich der Anstieg allerdings – auf sehr hohem Niveau - im Zeitraum 2015 bis 2017 verlangsamt
- Uber, Airbnb und Wework führen die Liste der am höchsten bewerteten US-Unicorns an

Quelle: Pitchbook: 2017 VC Unicorn Report; Pitchbook: The 14 most valuable startups in the US (08. September 2017)

* Stand: 11. August 2017; Unicorns sind (privat gehaltene) Start-ups mit einer Bewertung i.H.v. mind. USD 1 Mrd.

Studien legen signifikante Überbewertungen von Unicorns nahe...

Unicorns sind im Durchschnitt um 51% überbewertet

- Trotz steigender Bedeutung von VC Investitionen ist keine einheitliche Bewertungsmethodik für Start-ups und High Growth-Unternehmen vorhanden
- Oft werden Bewertungen auf Basis von Finanzierungsrunden hochgerechnet
- Laut aktueller Studie von Strebulaev & Gornall sind 13 von 116 Start-up-Unternehmen um mehr als 100% überbewertet
- Stammaktien sind im Durchschnitt um 62% überbewertet

Top 10 überbewertete US Unicorns*

Unternehmen	Post-Money Valuation (USD Mrd.)	Fair Value (USD Mrd.)	Delta
Better Place	2,3	0,8	196%
Box	2,6	0,9	195%
Compass	1,0	0,3	202%
Datto	1,0	0,3	205%
Demand Media	1,2	0,4	188%
Good Technology	1,2	0,5	155%
Kabbage	1,0	0,4	138%
Nutanix	2,0	0,8	156%
SolarCity	1,9	0,6	188%
Square	6,0	2,2	171%

Die hohen Unternehmenswerte sind mit klassischen Bewertungsverfahren nicht mehr nachvollziehbar. Insbesondere die Nichtberücksichtigung von Sonderrechten führt zu fehlerhaften Bewertungen!

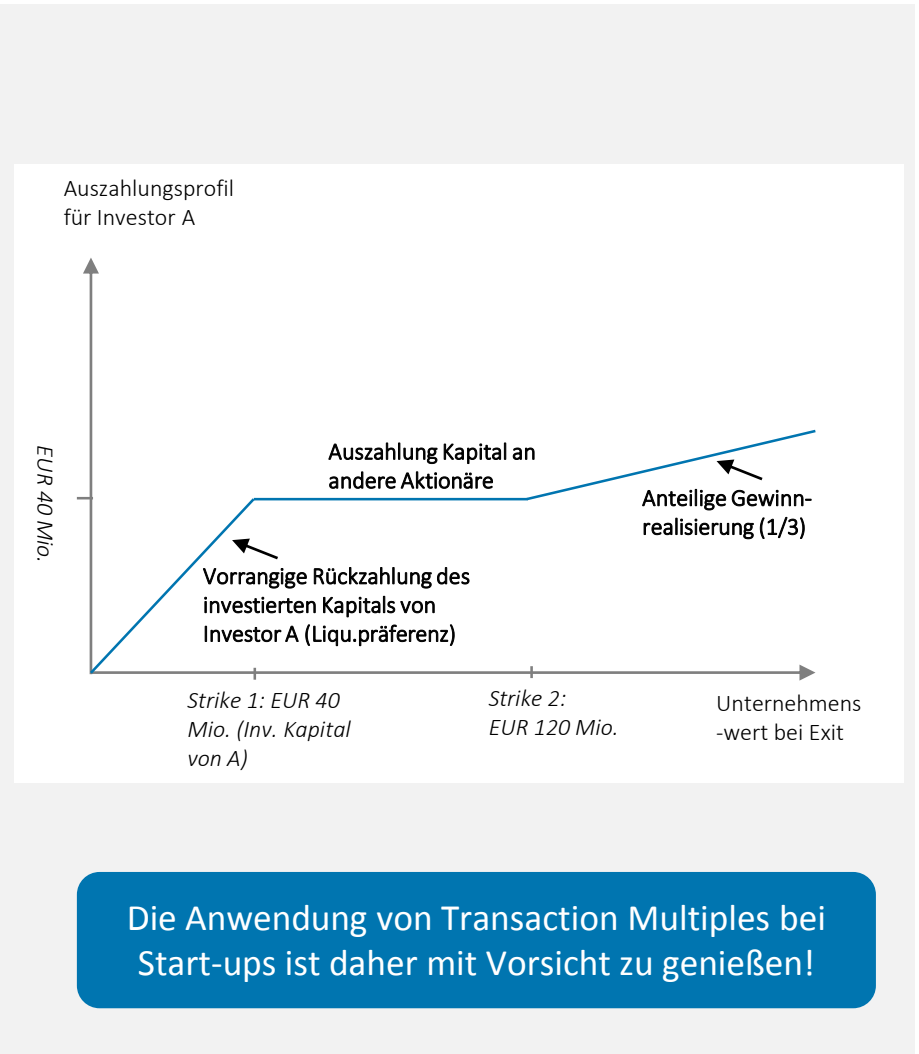
...diese Überbewertungen sind zu erheblichem Anteil auf die Nichtberücksichtigung von Sonderrechten zurückzuführen

Sonderrechte haben oft erheblichen Wert

Folgendes Beispiel:

- A kauft für EUR 40 Mio. 33% der Anteile an einem Unternehmen*
- Auf Basis dieser Information würden Investoren von einem Unternehmenswert von EUR 120 Mio. ausgehen (post-money)
- A hat sich jedoch neben seinem 33%-Anteil auch Sonderrechte gesichert, die einen Wert haben:
 - A erhält bei einem Exit vorrangig sein investiertes Kapital i.H.v. EUR 40 Mio. zurück
 - dann partizipiert er ab einem Unternehmenswert von EUR 120 Mio. wieder anteilig zu 33%
- Der Wert der Sonderrechte ist EUR 7 Mio., sodass der Wert des 33%-Anteils (ohne Sonderrechte) nur EUR 33 Mio. ist.
- Das Unternehmen ist somit EUR 100 Mio. wert, nicht EUR 120 Mio.

Beispiel für Auszahlungsprofil bei Liquidationspräferenz



* Das Unternehmen hat kein Fremdkapital aufgenommen

2 Relevante Bewertungsmethoden bei Start-ups und Wachstumsunternehmen

Bewertungsansätze bei Start-ups und High Growth-Unternehmen

Bewertungsansätze zur Start-up Bewertung

Heutiger Fokus

Discounted Cash-Flow-Verfahren

- ValueTrust empfiehlt auch bei Start-ups eine DCF-Bewertung durchzuführen
- Die DCF-Bewertung unterscheidet sich hier jedoch von der Bewertung von reifen Unternehmen (siehe S. 10 ff.)

Venture Capital-Methode

- Durch die Renditeanforderung auf Fond-Ebene und aus der Historie bekannten Überlebenswahrscheinlichkeiten wird eine Renditeanforderung (Target Return) für die Investments bestimmt
- Erwarteter Exit Erlös wird mit diesem Target Return abgezinst

Multiples

- Übliche Multiples nur bei Vorhandensein von Umsätzen oder gar Gewinnen möglich
- Ausweichen auf alternative Multiples, z.B. Anzahl User, ist daher bei Start-ups verbreitet
- Transaktionsmultiplikatoren nur unter Berücksichtigung der Sonderrechte sinnvoll!

„Make or Buy“

- Replikation der Kosten zur Herstellung des Produkts / des Start-up-Unternehmens
- „Time-to-market“ oft als entscheidender Beurteilungs-Faktor
- Mögliche Synergiepotentiale

Option Pricing

- Start-up kann wie eine Realoption bewertet werden
- Komplex, daher von ValueTrust nicht empfohlen

Grundsätzlich gelten auch für Start-ups die üblichen Bewertungsmechanismen, jedoch sind aufgrund der hohen Unsicherheit der Cashflows bei der Bewertung verschiedene Besonderheiten zu beachten. Eine Kombination aus mehreren Bewertungsverfahren ist zielführend!

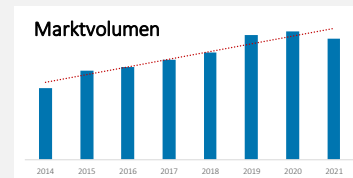
DCF-Analyse, wenn es keine (positiven) Cash-Flows gibt (1/2)

1

Beim Forecasting der Financials von Start-Ups und High Growth-Unternehmen muss in der Zukunft begonnen werden

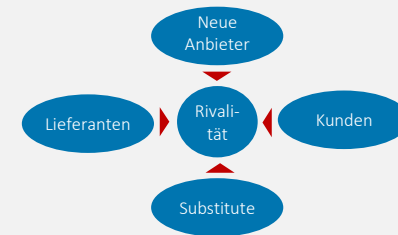
a Abschätzung des künftigen Marktpotentials

- Wie wird die Industrie in 10-15 Jahren aussehen?
- Wie groß wird die Nachfrage nach dem Produkt sein?
- Was sind die Treiber?
 - Penetrationsraten
 - Umsatz/Kunde
 - Anzahl Kunden (pro Markt), etc.
- Wie wird die Wachstumsrate aussehen? Wann wird sich diese normalisieren?



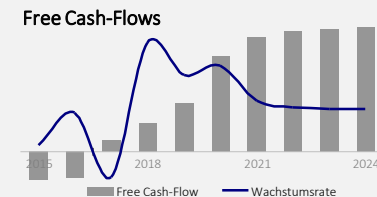
b Definition des Wettbewerbumfelds

- Welche Wettbewerber gibt es und wie sind diese positioniert?
- Mit welchen Wettbewerbern ist künftig zu rechnen?
- Antizipation der Wettbewerbsintensität (z.B. „Porters 5 Forces“)?
- Welche Margen/Returns sind nachhaltig realistisch?



c Ableitung der Financials und Cashflows des Unternehmens

- Auf Basis des Marktpotentials und des Wettbewerbumfelds: Abschätzung der künftigen Marktanteile des zu bewertenden Unternehmens
- Auf Basis der Unternehmens- und Produktcharakteristika: Herleitung der künftigen Cashflows bis Stabilisierung eingetreten ist

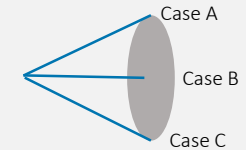


DCF-Analyse, wenn es keine (positiven) Cash-Flows gibt (2/2)

2 Abbildung des Risikos – verschiedene Möglichkeiten

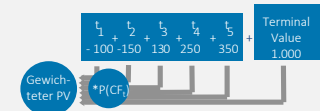
a Szenarien

- Die Bildung von Szenarien ist für das Verständnis des Risikos von hoher Bedeutung
- Bildung realistischer Szenarien und Gewichtung mit Eintrittswahrscheinlichkeiten
- Gleichzeitig: Herleitung Kapitalkosten über gelistete „Peer Group“



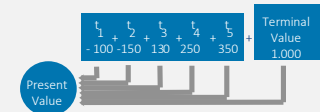
b Überlebenswahrscheinlichkeiten

- Forecasting des wahrscheinlichsten Szenarios
- Gewichtung der jährlichen Cashflows mit den Überlebenswahrscheinlichkeiten junger Unternehmen dergleichen Industrie
- Ggf. zusätzliche Berücksichtigung eines möglichen Liquidationswerts
- Gleichzeitig: Herleitung Kapitalkosten über gelistete „Peer Group“



c Abbildung über die Diskontierungsrate

- Die Kapitalkosten werden über gelistete Peers abgeleitet (v.a. bei High Growth-Unternehmen, bei Start-ups i.d.R. nicht möglich, da keine geeignete Peer Group vorhanden)
- Oft wird eine „in der Industrie übliche Diskontierungsrate“ angewandt (z.B. Target Return i.H.v. 30%). Hier ist bei der DCF-Bewertung jedoch Vorsicht geboten, da dies nur unter bestimmten Bedingungen korrekt ist (insb. Target Return als Eigenkapitalkosten, Fremdkapitalkosten separat zu ermitteln). Bei der Start-up-Bewertung ist es daher ggf. sinnvoller, mit Risikozuschlägen* zu arbeiten oder das Risiko im Zähler abzubilden



Es ist zu beachten, dass das Risiko nicht doppelt – in Zähler und Nenner – abgebildet wird!

* Bspw. Zuschlag auf die Kapitalkosten für das Ausfallrisiko oder für mangelnde Liquidität.

Allerdings: Die Ermittlung des tatsächlichen Unternehmenswerts spielt bei Investitionsentscheidungen in Start-ups in der Praxis eine untergeordnete Rolle

Entscheidungskriterien bei Venture Capital-Investitionen

- Bei den Investitionsentscheidungen spielen vor allem qualitative Kriterien (wie Team, Mega-Trends, mögliche Käufer) und weitere Kriterien wie Marktgröße/-potential und Exitmöglichkeiten eine zentrale Rolle
- Klassische Bewertungsmethoden bleiben häufig außer Acht - sind aber dennoch sehr relevant
- Die Sonderrechte der Investoren (wie Stimmrechte, Schutz vor Verlusten, und Kontrollrechte) rücken in den Vordergrund der Verhandlungen
- Diese besonderen Rechte einzelner Investoren erschweren wiederum die Bewertung von Venture Capital-Unternehmen

Anhang

Start-up vs. Wachstumsunternehmen

Start-up

Charakteristika



- Innovatives Geschäftsmodell
- Hohe Unsicherheit
- Hohe Wachstumsraten und negative Cashflows
- Steuerliche Verluste
- Eigenkapitalfinanzierung und Sonderrechte wie z.B. Liquidationspräferenzen
- Oftmals keine Benchmarks / keine Peers

Probleme bei Bewertung



- Szenario-Analysen
- Veränderung des Risikoprofils im Zeitablauf
- Berücksichtigung des Insolvenzrisikos
- Modellierung der Konvergenz vom Start bis zum wachstumsstarken Unternehmen
- Diskontierungssatz für negative Cashflows
- Berücksichtigung der Sonderrechte

Wachstumsunternehmen

Charakteristika



- Technologie, IP und Marke sind die wichtigsten Werttreiber und Unterscheidungsmerkmale
- Hohe Investitionen in immaterielles Vermögen
- Teilweise Fremdkapitalfinanzierung (aber oft noch Liquidationspräferenzen vor IPO oder Verkauf)
- Verringerung des Insolvenzrisikos und Veränderung der Kapitalstruktur im Zeitablauf
- Rückläufige Wachstumsraten und ROIC-Überrenditen mittel- und langfristig
- Häufig noch negative Cash-Flows

Probleme bei Bewertung



- Veränderung des Risikoprofils im Zeitablauf (mögliche Anpassung der Eigenkapitalkosten an abnehmendes operatives Risikoprofil)
- Unsichere Fremdkapitalkosten und Tax-Shields
- Konvergenzrate für Umsatzwachstum und ROIC
- Angemessener Planungshorizont
- Bestimmung der langfristigen Wachstumsrate und der Eigenkapitalkosten

Erläuterung Beispiel Auszahlungsprofil bei Liquidationspräferenz und Ableitung des Unternehmenswerts

Ableitung des Unternehmenswerts

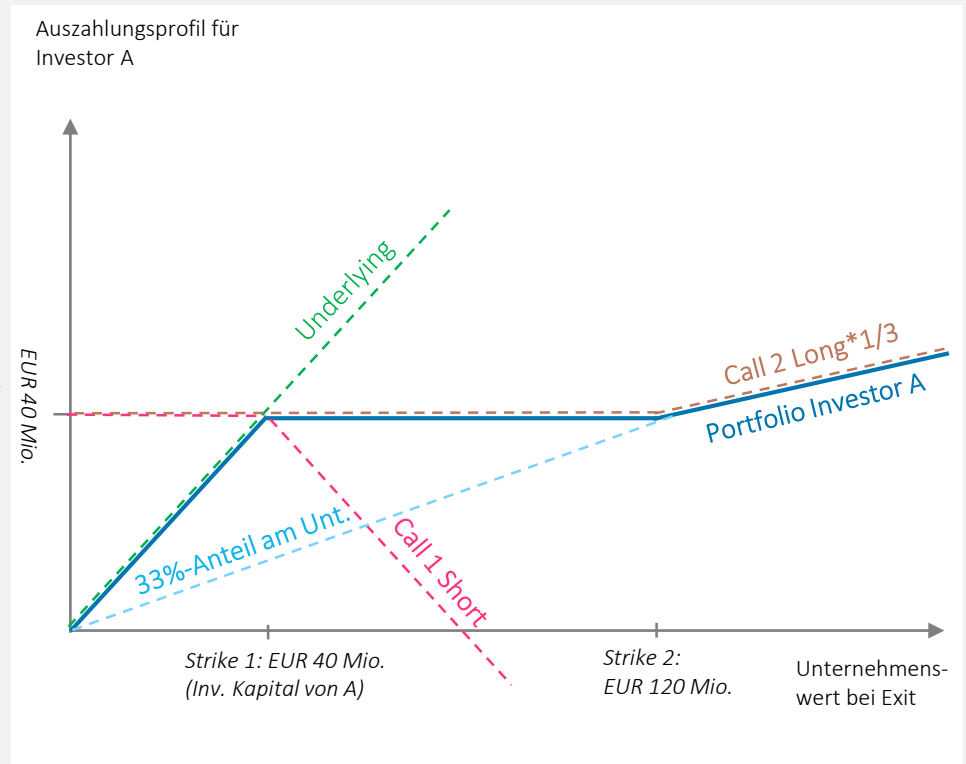
Die folgenden Erklärungen und Berechnungen beziehen sich auf das Zahlenbeispiel von S. 7:

- Das Auszahlungsprofil von A setzt sich aus folgenden Instrumenten zusammen:
Underlying + Call 1 Short + $\frac{1}{3}$ *Call 2 Long
 - Der Wert des Underlyings ist hierbei der Wert des gesamten Unternehmens
 - Call 1 hat einen Strike Price von EUR 40 Mio.
 - Call 2 hat einen Strike Price von EUR 120 Mio.
- Das Portfolio aus diesen drei Instrumenten, welche das Auszahlungsprofil für Investor A replizieren, ist EUR 40 Mio. Wert
 - Der Wert der Sonderrechte ist EUR 7 Mio.
 - Der Wert des 33%-Anteils ohne Sonderrechte ist EUR 33 Mio. wert
- Der Wert des Unternehmens ist somit nicht EUR 120 Mio., sondern nur EUR 100 Mio.



Erläuterung Auszahlungsprofil mit und ohne Liquidationspräferenz

Illustrativ



Venture Capital- Methode: Anwendung in der Praxis

Schritt 1:
Erstellung einer
Planungsrechnung

- Prognoserechnung bis Exit-Zeitpunkt (i.d.R. in 2 bis 5 Jahren)
- Prognose relevanter Kerngrößen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT und Earnings)

Schritt 2:
Ermittlung des
Exit-Preises mittels
Multiplikatoren

- Bestimmung des Exit-Preises mittels Multiplikatoren
- Multiplikation der erwarteten Gewinne zum Exit-Zeitpunkt mit PE- (oder EBIT(DA)-) Multiplikator gelisteter Unternehmen derselben Branche
- Alternativ: Nutzung von Transaktionsmultiplikatoren (nur bei Berücksichtigung der Sonderrechte!)

Schritt 3:
Diskontierung

- Diskontierung des Unternehmensgesamtwerts am Ende des Planungszeitraums mit einer erforderlichen Kapitalrendite auf den aktuellen Zeitpunkt. Bei Vorhandensein von Fremdkapital kann nicht der Unternehmensgesamtwert, sondern nur der Eigenkapitalwert mit dem Target Return abgezinst werden
- Vergütung des systematischen und unsystematischen Risikos

Schritt 4:
Eigenkapitalanteil
der erwerbenden
Gesellschaft

$$\text{Anteil am Eigenkapital} = \frac{\text{Investiertes Kapital erwerbendes Unternehmen}}{\text{Unternehmensgesamtwert}^{1)} \text{ aus Schritt 3}}$$

1) Post-Money Value

VALUETRUST

FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

Discover our unique profile: www.value-trust.com