

# M&A REVIEW

MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND  
MERGERS &  
ACQUISITIONS E.V.**

**29. Jahrgang**

**3/2018**

Standpunkt

**Biotechunternehmen werden  
teuer gehandelt**

Strategie

**Die digitale Revolution:  
Wer bekommt die Filetstücke?**

Recht und Steuern

**Joint Ventures in der  
Vertragsgestaltung**

Recht und Steuern

**Kartellrechtliche Leitplanken für  
Gemeinschaftsunternehmen**

Recht und Steuern

**Außenwirtschaftliche Prüfverfah-  
ren in den EU-Mitgliedstaaten**

Bewertung und Kapitalmärkte

**Implizite Eigenkapitalkosten in der  
DACH-Region: Führen gesunkene  
implizite Eigenkapitalkosten zu  
höheren Bewertungsniveaus?**

Bewertung und Kapitalmärkte

**Underpricing – Erklärungsansätze  
für den deutschen Kapitalmarkt –  
2. Teil**

Deal des Monats

**Biotest-Übernahme durch Creat  
von US-Behörden genehmigt**



Strategie

**Joint-Venture-Strategien  
zum Aufbau digitaler  
Plattformen**

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

# Implizite Eigenkapitalkosten in der DACH-Region: Führen gesunkene implizite Eigenkapitalkosten zu höheren Bewertungsniveaus?

Dr. Christian Büchelhofer & Marion Swoboda-Brachvogel (MSc),  
ValueTrust Financial Advisors SE

## 1. Hintergrund und Zielsetzung

► Im aktuellen Marktumfeld mit seinen zunehmend digitalen Herausforderungen ist das Fällen der richtigen Investitionsentscheidung eine entscheidende Voraussetzung, um die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens nachhaltig zu sichern. Hierbei gilt es, anorganische und organische sowie digitale und analoge Investitionsmöglichkeiten auf Kosten und Nutzen unter Beachtung von Budgetbeschränkungen sorgfältig gegeneinander abzuwägen. Jede Investitionsentscheidung muss sich hierbei letztlich an der durch sie geschaffenen Wertauswirkung messen lassen. Um Wertauswirkungen zu quantifizieren, sind regelmäßig Bewertungskalküle, insbesondere Kapitalwertkalküle, anzuwenden. Kernherausforderung in der Anwendung von Kapitalwertkalkülen liegt in der sachgerechten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und der hierzu risikoäquivalenten Ermittlung von Kapitalkosten.

Zielsetzung der Kapitalmarktstudie für die Länder Deutschland, Österreich und Schweiz (DACH-Kapitalmarktstudie)<sup>1</sup> ist es, Unternehmenskernern eine Orientierungshilfe bei der Ermittlung von Kapitalkosten durch einen entsprechenden Vergleich mit Marktdaten zu geben. So leitet die DACH-Kapitalmarktstudie auf Basis eines einzigartigen Datensatzes implizite Eigenkapitalkosten aus zukunftsorientierten Gewinnschätzungen börsennotierter Unternehmen und kapitalmarktbasierter Renditeberechnungen ab. Dieser Ex-ante-Ansatz bietet eine Alternative zur üblichen historischen (Ex-post-)Ermittlung wesentlicher Kapitalkostenparameter. Neben den maßgeblichen Eigenkapitalkostenparametern nach dem Capital Asset Pricing Model („CAPM“)<sup>2</sup> – Basiszins, Betafaktor und (implizite) Marktrisikoprämie – bietet die DACH-Kapitalmarktstudie Aufschluss über implizite Gesamtmarkt- und Branchenrenditen, historische Gesamtmarkt- und Branchenrenditen in Form von Total

Shareholder Returns und eine Einschätzung zu den Bewertungsniveaus des Gesamtmarktes und einzelner Branchen anhand von Börsenmultiplikatoren.<sup>3</sup> Darüber hinaus sind auf Basis des Datensatzes, der der DACH-Kapitalmarktstudie zugrunde liegt, individuelle Auswertungsmöglichkeiten und spezifische Detailanalysen für Unternehmen möglich.

## 2. Die Datenbasis

Die DACH-Kapitalmarktstudie beinhaltet alle Unternehmen aus den Indizes Composite Deutscher Aktienindex (CDAX; 542 Unternehmen), Wiener Börse Index (WBI; 63 Unternehmen) und Swiss Performance Index (SPI; 191 Unternehmen). Die Branchenklassifizierung dieser 796 Unternehmen wurde, wie Abbildung 1 zeigt, von finexpert vorgenommen

Es wurden Daten für den Zeitraum zwischen dem 31. Dezember 2011 und 30. Juni 2017 auf halbjährlicher Basis erhoben und berücksichtigt. Die für die Analysen notwendigen Unternehmensdaten wurden vom Datenanbieter S&P Capital IQ bezogen. Zur Ableitung der Basiszinssätze wurden Daten der Deutschen Bundesbank und der Schweizer Nationalbank verwendet. Bezüglich der Zusammensetzung der Indizes wurde auf Daten der Deutschen Börse, Wiener Börse und der SIX Swiss Exchange zurückgegriffen.

## 3. Maßgebliche Parameter der Eigenkapitalkosten

Die zukunftsorientierte Ermittlung impliziter Eigenkapitalkosten basiert auf den Gewinnschätzungen für börsennotierte Unternehmen und Renditeberechnungen, die den Aktienkurs rechnerisch erklären. Diese Vorgehensweise wird im Gegensatz zum Rückgriff auf historisch realisierte Renditen als Ex-ante-Ansatz bezeichnet. Im Rahmen des Ex-ante-Ansatzes wird ein Eigenkapitalkostensatz gesucht, der die Renditeer-

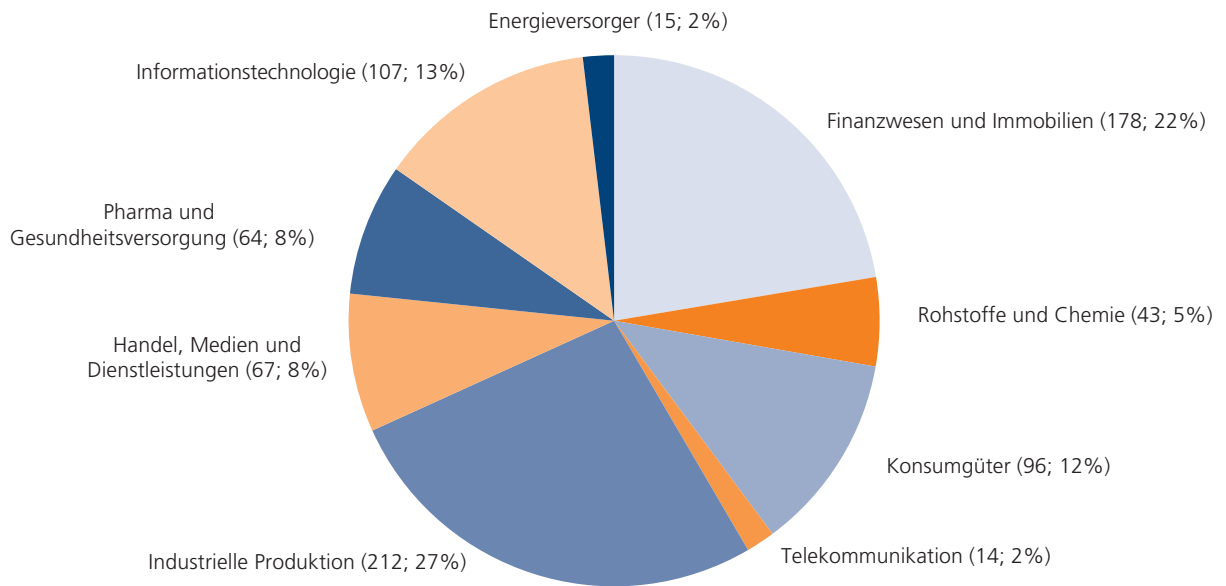
<sup>1</sup> Die DACH-Kapitalmarktstudie wird von ValueTrust Financial Advisors SE (ValueTrust) zusammen mit dem Institut für Unternehmensrechnung und Wirtschaftsprüfung der Johannes Kepler Universität Linz und der finexpert GmbH (finexpert) halbjährlich zum 30. Juni und 31. Dezember veröffentlicht.

<sup>2</sup> Vgl. Pratt/Grabowski, „Cost of Capital“, Wiley Finance, 5. Auflage, 2014, S. 189-201.

<sup>3</sup> Die historischen Gesamtmarkt- und Branchenrenditen in Form des Total Shareholder Return sind nicht Bestandteil dieses Aufsatzes; für weitere Details und eine Definition des Total Shareholder Return siehe die DACH-Kapitalmarktstudie vom 30. Juni 2017, S. 59-60.

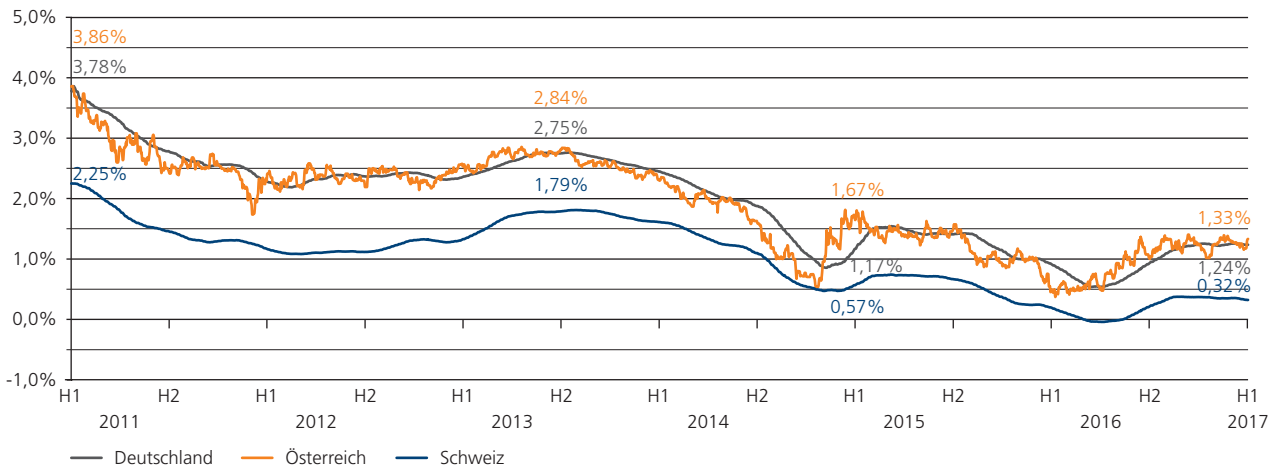
**Abb. 1 • Branchenklassifizierung der Unternehmen**

Quelle: Deutsche Börse, Wiener Börse, SIX Swiss Exchange, finexpert, ValueTrust Darstellung.



**Abb. 2 • Historische Entwicklung der Basiszinssätze auf Grundlage von Zinsstrukturkurven**

Quelle: S&P Capital IQ, Deutsche Bundesbank, Schweizer Nationalbank, ValueTrust-Berechnungen, DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 13-15.



wartung der Marktteilnehmer repräsentiert. Es wird hierzu angenommen, dass die Schätzungen von Finanzanalysten die Erwartungen des Kapitalmarktes widerspiegeln. Die maßgeblichen Eigenkapitalkostenparameter in Analogie mit dem CAPM sind der (risikolose) Basiszins, der Betafaktor und die Marktisikoprämie.

**3.1 Basiszinssatz**

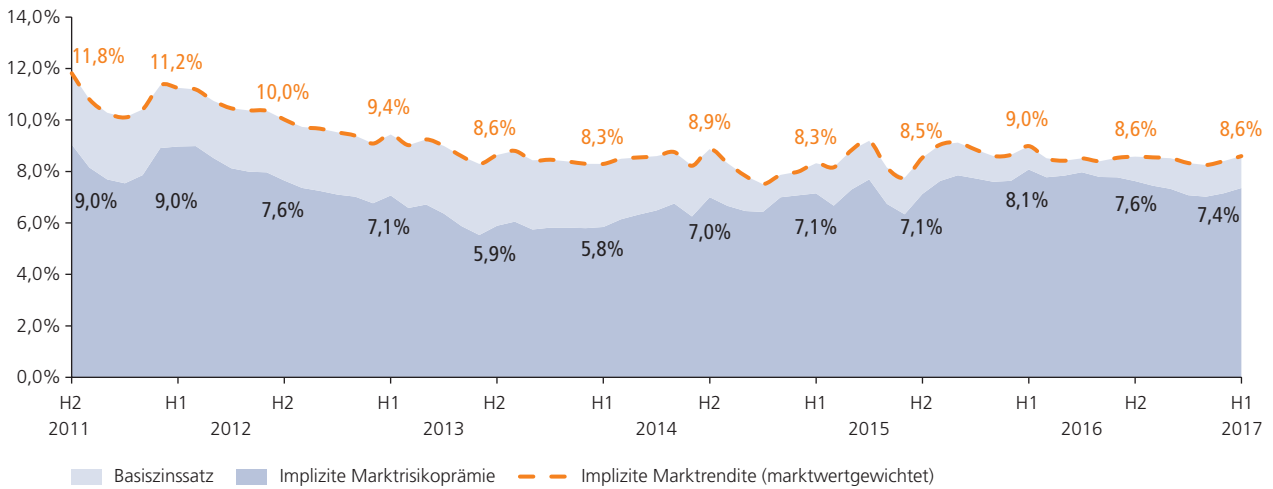
Der Basiszinssatz stellt die Verzinsung einer Anlage in (quasi)risikolose Wertpapiere dar und bildet im Rahmen des CAPM die Ausgangsgröße zur Ermittlung risikoäquivalenter Kapitalkosten.

Der risikolose Zinssatz wird in der Bewertungstheorie und -praxis nach dem Svensson-Modell aus Kapitalmarktdaten von kupontragenden Staatsanleihen abgeleitet. Auf Basis der Renditen von Staatsanleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten lässt sich eine Zinsstrukturkurve für fiktive Nullkuponanleihen (Spot Rates) für einen Zeitraum von bis zu 30 Jahren schätzen.

Die deutschen Bundesanleihen werden international als jene Anleihen eingestuft, die einer risikolosen Veranlagung am nächsten kommen. Aufgrund ihres nahezu sicheren Charakters (Rating von AAA gemäß S&P) erfüllen deutsche Bundesanleihen weitestgehend

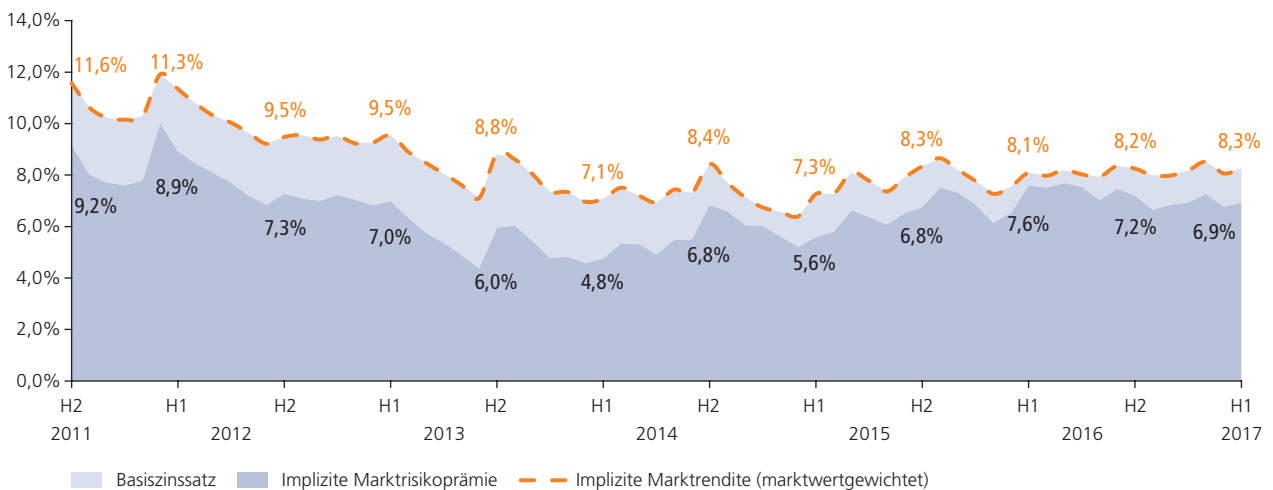
**Abb. 3 • Marktwertgewichtete Gesamtmarktrendite und implizite Marktrisikoprämie DAX im Zeitverlauf**

Quelle: S&P Capital IQ, Deutsche Bundesbank, ValueTrust-Berechnungen, DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 19.



**Abb. 4 • Marktwertgewichtete Gesamtmarktrendite und implizite Marktrisikoprämie ATX im Zeitverlauf**

Quelle: S&P Capital IQ, Deutsche Bundesbank, ValueTrust-Berechnungen, DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 21.



das Kriterium der Risikofreiheit, weshalb auch gemäß Empfehlung der österreichischen Kammer der Wirtschaftstreuhänder für die Ableitung des Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten abzustellen ist. Ebenso genießen von der Schweiz emittierte Anleihen ein AAA-Rating und werden von der Schweizer Nationalbank als risikolos betrachtet.<sup>4</sup>

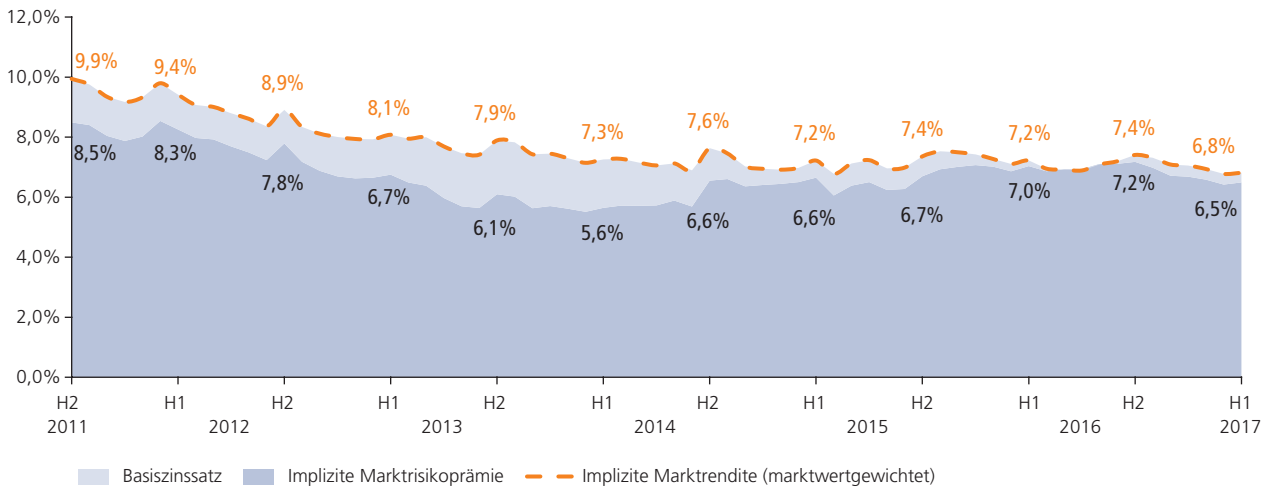
Es zeigt sich zunächst, dass sich die Basiszinssätze in den betrachteten Ländern zum 30. Juni 2017 grundsätzlich noch immer auf einem historisch niedrigen Niveau befinden. Eine Betrachtung der Entwicklung vom 30. Juni 2016 bis zum 30. Juni 2017 weist jedoch auf einen steigenden Trend der Basiszinssätze in den betrachteten Ländern – in der Schweiz von 0,19% auf 0,32%, in Deutschland von 0,91% auf 1,24% und in Österreich von 0,49% auf 1,33% – hin.

<sup>4</sup> Bei einer Analyse des (risikolosen) Basiszinssatzes unterschiedlicher Länder sind unterschiedliche Vorgaben in der Ermittlung und unterschiedliche Laufzeiten der zugrundeliegenden Staatsanleihen/Zinsstrukturkurven zu berücksichtigen. Nach dem aktuellen österreichischen Fachgutachten KFS/BW 1 ist der Basiszinssatz „unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz zum zu bewertenden Unternehmen aus der zum Bewertungsstichtag (Stichtagsprinzip) gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten“. Im Gegensatz dazu ist gemäß den Empfehlungen des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) typisierend der risikolose Zinssatz auf Basis eines zum Bewertungsstichtag gültigen Durchschnittswertes aus den täglichen Zinsstrukturkurven der letzten drei Monate abzuleiten. In der Berechnung des Basiszinssatzes für Deutschland wurden die Vorgaben des IDW und in der Berechnung des Basiszinssatzes für Österreich die Vorgaben des KFS/BW1 beachtet. In der Schweiz gibt es keine generellen Richtlinien zur Ableitung des Basiszinssatzes. Die am meisten genutzten Basiszinssätze in der Unternehmensbewertung sind die Renditen der 10-jährigen Schweizer Bundesanleihen zum Stichtag sowie die aus dem Dreimonatsdurchschnitt der Zinsstrukturkurven abgeleiteten Renditen (analog zum IDW). Im Rahmen dieser Studie folgt die Berechnung des Basiszinssatzes für die Schweiz den Vorgaben des IDW.

Die Renditeentwicklung der Staatsanleihen, die sich im historisch niedrigen Basiszinssatz widerspiegelt, hat einen erheblichen Einfluss auf Investitions-, Transaktions-, und Finanzierungsentscheidungen in einem Unternehmen. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist bei einer Abbildung des niedrigen Zinsniveaus auch der Einfluss ebendieses Zinsniveaus auf andere bewertungsrelevante Parameter, wie beispielsweise die Zahlungsströme oder die Marktrisikoprämie, zu reflektieren.

**Abb. 5 • Marktwertgewichtete Gesamtmarktrendite und implizite Marktrisikoprämie SMI im Zeitverlauf**

Quelle: S&P Capital IQ, Schweizer Nationalbank, ValueTrust Berechnungen; DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 23.



ren; ansonsten kann es zu signifikanten Verzerrungen bei den Bewertungsergebnissen kommen.

### 3.2 Implizite Marktrisikoprämien

Die Marktrisikoprämie ist kein unmittelbar am Kapitalmarkt zu beobachtender Parameter, sondern – gemäß dem CAPM – die Differenz zwischen den empirisch zu beobachtenden Parametern Gesamtmarktrendite und Basiszinssatz.<sup>5</sup> Zur Berechnung impliziter Gesamtmarktrenditen (und damit auch impliziter Kapitalkosten) sind grundsätzlich mehrere Grundmodelle, wie insbesondere das Dividendendiskontierungsmodell, das Residualgewinnmodell oder das Gewinnkapitalisierungsmodell, anwendbar. Das Auflösen der Modelle nach den Gesamtmarktrenditen (=Eigenkapitalkosten) liefert die implizite Eigenkapitalrendite.<sup>6</sup> Für die folgenden Analysen wurde vereinfachend auf Jahresscheibenbasis eine Ausprägung des Residualgewinnmodells nach Babbel herangezogen.<sup>7</sup>

$$\text{Es gilt: } r_t = \frac{J\ddot{U}_{t+1}}{P_t} + \left(1 - \frac{B_t}{P_t}\right) * g, \quad \text{mit}$$

$r_t$  = Gesamtmarktrendite (=Eigenkapitalkosten) in t

$J\ddot{U}_{t+1}$  = erwarteter Jahresüberschuss in der Folgeperiode

$P_t$  = Marktkapitalisierung in t

$B_t$  = Buchwert des Eigenkapitals in t

$g$  = prognostiziertes Gewinnwachstum

Gewinnprognosen basieren auf Analystenschätzungen. Für das prognostizierte Gewinnwachstum wurde vereinfachend in Anlehnung an das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank eine typisierte Wachstumsrate von 2,0% p.a. unterstellt. Implizite Gesamtmarktrenditen wurden auf Basis der Indizes Deutscher Aktienindex (DAX), Austrian Traded Index (ATX) und Swiss Market Index (SMI) ermittelt.

In allen drei betrachteten Aktienmärkten sind die Gesamtmarktrenditen vom 30. Juni 2011 bis 30. Juni 2014 deutlich zurückgegangen, um sich in den Folgeperioden bis 30. Juni 2017 in einer Seitwärtstendenz fortzuentwickeln. Über den gesamten Zeitraum vom 30. Juni 2011 bis 30. Juni 2017 sind die Gesamtmarktrenditen in Deutschland von 11,8% auf 8,6%, in Österreich von 11,6% auf 8,3% und in der Schweiz von 9,9% auf 6,8% gesunken. Ferner fällt auf, dass aufgrund des gleichzeitigen Rückgangs der Basiszinssätze – insbesondere ab dem 30. Juni 2014 – die impliziten Marktrisikoprämien gestiegen sind: im Zeitraum vom 30. Juni 2014 bis 30. Juni 2017 von 5,8% auf 7,4% in Deutschland, von 4,8% auf 6,9% in Österreich und von 5,6% auf 6,5% in der Schweiz.<sup>8</sup>

Bei einer Betrachtung der aktuellen Entwicklung zeigt sich, dass die Gesamtmarktrenditen im ersten Halbjahr 2017 am österreichischen und deutschen Kapitalmarkt nahezu konstant geblieben sind; der moderate Anstieg des Basiszinssatzes hat zu etwas geringeren Marktrisikoprämien auf beiden Kapitalmärkten geführt. In der Schweiz hingegen ist auch im ersten Halbjahr 2017 die Gesamtmarktrendite gesunken (von 7,4% auf 6,8%), und dementsprechend hat auch die implizite Marktrisikoprämie einen Rückgang von 7,2% auf 6,5% zu verzeichnen.

5 Im Grunde drehen sich damit sämtliche Diskussionen über die Höhe und Art und Weise der Ableitung nicht um die „richtige“ Marktrisikoprämie, sondern um die „richtige“ Gesamtmarktrendite.

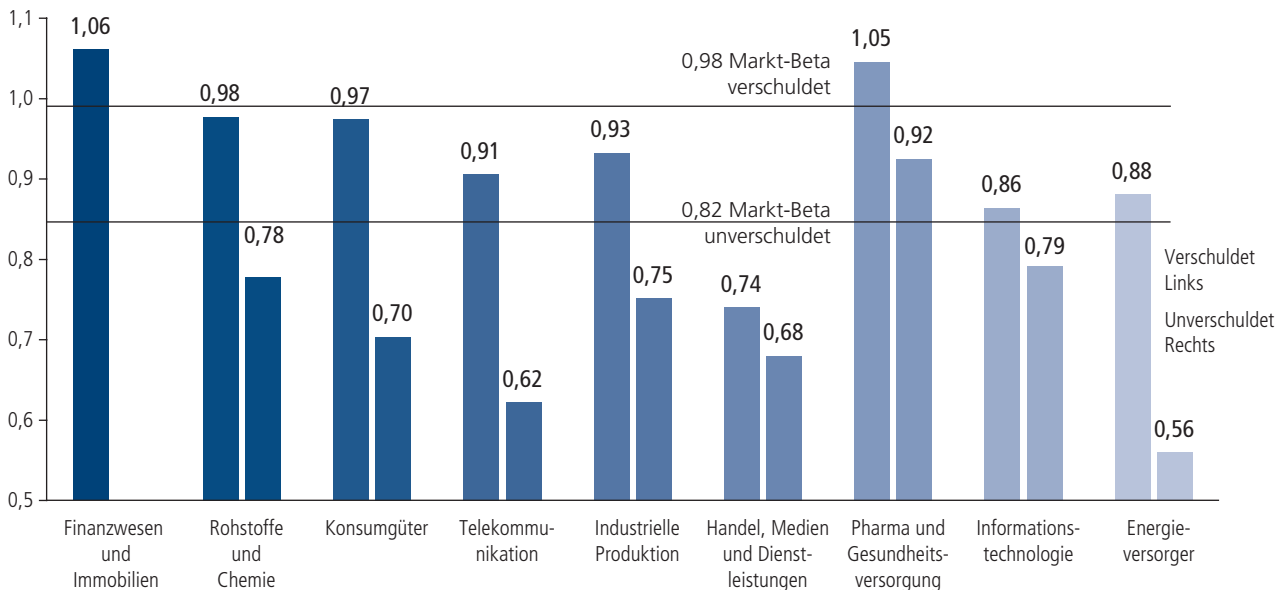
6 Auf Basis dieser drei Grundmodelle wurde eine Vielzahl an Modellspezifikationen entwickelt. Für weiterführende Details siehe bspw. Reese, 2007, „Schätzung von Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung“.

7 Vgl. Babbel, Challenging Stock Prices: Aktienpreise und implizite Wachstumserwartungen, in: Corporate Finance, Nr. 9, 2015, S. 316-323, insbesondere S. 319.

8 Die impliziten Marktrisikoprämien liegen somit in der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW mit Beschluss vom 19. September 2012 empfohlenen Bandbreite der Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) zwischen 5,0% und 7,5%.

**Abb. 6 • Betafaktoren nach Branchen (2 Jahre, wöchentlich) in der DACH-Region**

Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust-Berechnungen, DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 37.



### 3.3 Beta-Faktoren nach Branchen

Der Beta-Faktor ist eine Maßzahl für das systematische Risiko einer Anlageklasse, wie beispielsweise einer Aktie oder einer Branche, im Vergleich zum Gesamtmarkt. Für den Gesamtmarkt liegt das verschuldete Beta – per Definition nach dem CAPM – bei 1,0. Der Betafaktor drückt somit aus, in welchem Maße das unternehmensspezifische Risiko mit dem des Gesamtmarktes vergleichbar ist.

Im Rahmen der DACH-Kapitalmarktstudie wurde auf Branchen-Betas abgestellt, die als marktwertgewichtetes Mittel der statistisch signifikanten Betafaktoren aller Unternehmen einer Branche gewonnen wurden. Die Ermittlung von Betafaktoren erfolgt üblicherweise durch eine lineare Regressionsanalyse, in der realisierte Renditen für ein Wertpapier gegen einen möglichst breiten Aktienindex als Annäherung an das Marktportfolio regressiert werden. Als Referenzindizes wurden jeweils der CDAX, WBI und SPI verwendet.<sup>9</sup> Unternehmensspezifische Risikoprämien nach dem CAPM erfassen neben dem Geschäftsrisiko auch das Verschuldungs- oder Kapitalstrukturrisiko. Der Betafaktor für ein verschuldetes Unternehmen („verschuldeter Betafaktor“) ist insofern höher als jener für ein sonst identisches, aber unverschuldetes Unternehmen, weil er auch das Kapitalstrukturrisiko berücksichtigt. Daher erfordern Änderungen in der Kapitalstruktur eine

Anpassung der Betafaktoren und somit der unternehmensspezifischen Risikoprämien.<sup>10</sup> Zur Berechnung der unverschuldeten Betafaktoren wurde die Anpassungsformel nach Harris/Pringle<sup>11</sup> unterstellt:

$$\beta^V = \beta^U + (\beta^U - \beta^D) * \frac{FK}{EK} \quad \text{mit:}$$

$\beta^V$  = verschuldeter Betafaktor

$\beta^U$  = unverschuldeter Betafaktor

$\beta^D$  = Debt Beta

$\frac{FK}{EK}$  = Verschuldungsgrad zu Marktwerten

(Fremdkapital/Marktwert des Eigenkapitals)

In einer Zweijahresbetrachtung beträgt das verschuldete Markt-Beta aufgrund des Ausschlusses von statistisch insignifikanten Betas nicht 1,0, sondern liegt bei 0,98; der Anteil der Verschuldung am systematischen Risiko liegt bei ca. 16%, damit beträgt das unverschuldete Markt-Beta 0,82 in der Zweijahresbetrachtung. Im Zeitraum vom 1. Juli 2015 bis 30. Juni 2017 wies die Finanzwesen- und Immobilien-Branche mit 1,06 das höchste marktwertgewichtete, verschuldete Beta auf, die Branche Handel, Medien und Dienstleistungen hingegen das geringste verschuldete Beta mit 0,74. Der größte Beitrag der Verschuldung zum systematischen Risiko ist bei Energieversorgern zu beobachten: Das verschuldete Beta liegt hier bei 0,88 und das unverschuldete Beta nur bei 0,56.

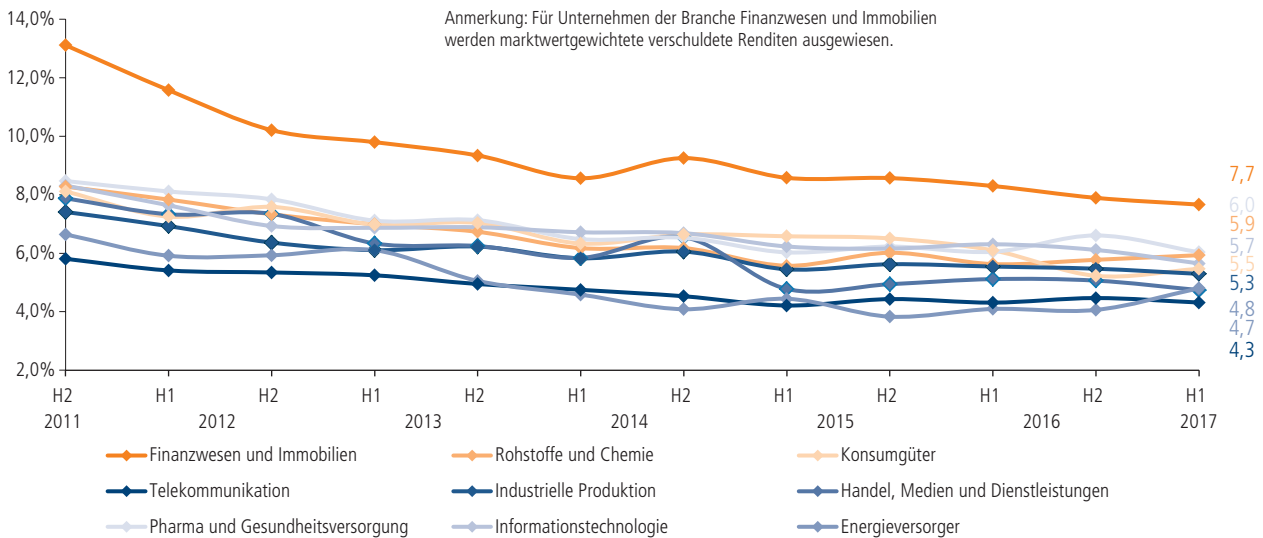
<sup>9</sup> Zusätzlich ist der Zeitraum, für den die Daten zu erheben sind (Referenzzeitraum), festzulegen und zu entscheiden, ob tägliche, wöchentliche oder monatliche Renditen (Renditeintervall) heranzuziehen sind. Im Einklang mit der gängigen Bewertungspraxis wurden Beobachtungszeiträume von zwei Jahren mit der Regression wöchentlicher Renditen bzw. fünfjährige Beobachtungszeiträume mit der Regression von Monatsrenditen ermittelt. Für Details zum fünfjährigen Betrachtungszeitraum siehe die DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017 S. 37.

<sup>10</sup> Die Verschuldung von Banken ist Teil des operativen Geschäftsmodells. Somit ist ein Unlevern des Betas in dieser Branche nicht möglich.

<sup>11</sup> Vgl. Enzinger/Pellet/Leitner, „Debt Beta und Konsistenz der Bewertungsergebnisse“, in: RWZ, 7-8/2014, Art.-Nr.49, S. 212.

**Abb. 7 • Marktwertgewichtete (unverschuldete) Branchenrenditen in der DACH-Region**

Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust-Berechnungen; DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 41-57.



**4. Branchenrenditen und Bewertungsniveaus**

In Ergänzung zur zukunftsorientierten Ermittlung impliziter Gesamtmarktrenditen erfolgte eine Ermittlung impliziter Marktrenditen auf Branchenebene. Dies bietet zum einen eine Alternative zur ex-post-Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels Regressionsanalysen nach dem CAPM und ermöglicht zum anderen einen Vergleich impliziter Marktrenditen auf Branchenebene mit branchenspezifischen Bewertungsniveaus anhand von Multiplikatoranalysen.

**4.1 Implizite Branchenrenditen**

Die Berechnung der branchenspezifischen impliziten Marktrenditen erfolgte analog zur Berechnung der Gesamtmarktrenditen auf Basis des Residualgewinnmodells nach Babbel. Für das Gewinnwachstum wurde analog eine typisierte Wachstumsrate von 2,0% p.a. angenommen. Eine Umrechnung der impliziten verschuldeten Branchenrenditen in unverschuldete implizite Branchenrenditen basiert auf der folgenden Berechnungsweise<sup>12</sup>:  $k_E^V = k_E^U + (k_E^U - k_f) * \frac{FK}{EK}$  mit:

- $k_E^V$  = verschuldete Eigenkapitalkosten
- $k_E^U$  = unverschuldete Eigenkapitalkosten
- $k_f$  = risikoloser Basiszinssatz
- $\frac{FK}{EK}$  = Verschuldungsgrad zu Marktwerten (Fremdkapital/Marktwert des Eigenkapitals)

Trotz gewisser zyklischer Schwankungen im Beobachtungszeitraum sind die durchschnittlichen impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten für alle Branchen seit Ende des Jahres 2011 signifikant gesunken. Eine Erklärung hierfür liegt unter anderem an in allen Ländern gesunkenen Basiszinssätzen, spiegelt aber zugleich die durchgängig niedrigeren impliziten Marktrisikoprämien wider.

Die Telekommunikationsbranche weist mit 4,3% zum 30. Juni 2017 die niedrigsten impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten auf; die höchsten hingegen sind bei der Pharma- und Gesundheitsversorgungsbranche mit 6,0% zu beobachten. In der Branche Handel, Medien und Dienstleistungen sanken die unverschuldeten Eigenkapitalkosten im Betrachtungszeitraum von 7,9% auf 4,7% und damit am stärksten im Branchenvergleich.

**4.2 Multiplikator-Bewertung nach Branchen**

Neben Kapitalwertkalkülen bildet die Multiplikator-Methode eine praktikable Möglichkeit zur Schätzung von Unternehmenswerten. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert eines Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße, wie Umsatz oder EBIT, eines Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator von Vergleichsunternehmen.

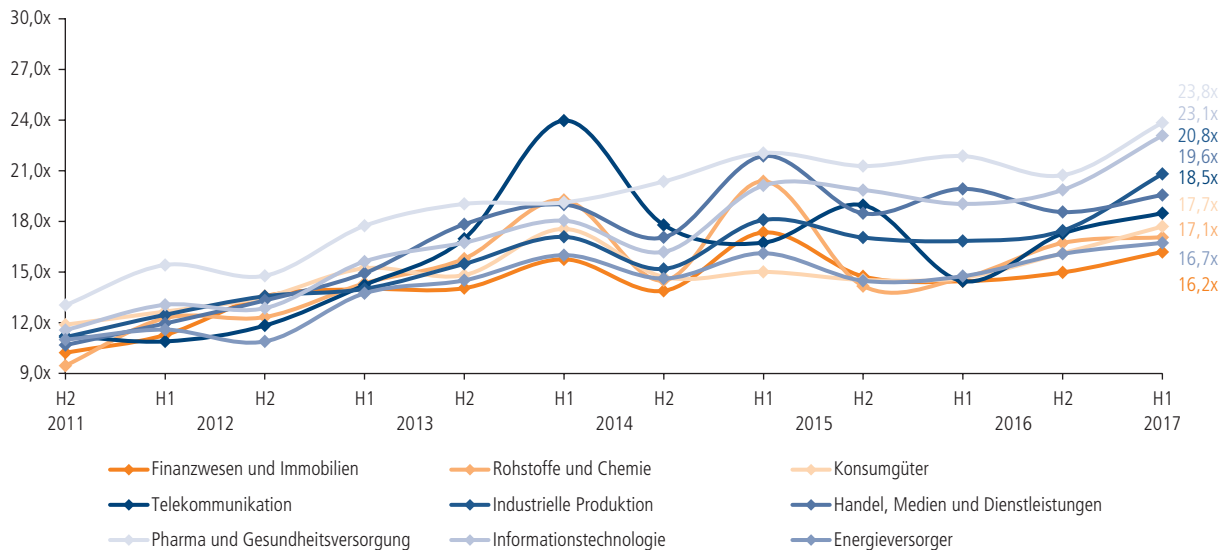
Im Rahmen der DACH-Kapitalmarktstudie wurden Umsatz-Multiplikatoren, EBIT-Multiplikatoren, Kurs-Gewinn-Verhältnisse (im Folgenden auch „KGV“) und Kurs-Buchwert-Verhältnisse analysiert.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 39-40.

<sup>13</sup> Vgl. die DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 62-67 und S. 75-93, für weitere Details zu Umsatz-Multiplikatoren, EBIT-Multiplikatoren und Kurs-Buchwert-Verhältnissen.

**Abb. 8 • KGV-Multiplikatoren (1yf, Median) nach Branchen in der DACH-Region**

Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust-Berechnungen, DACH-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2017, S. 41-57.



Die hier betrachteten KGV-Multiplikatoren beziehen die Bezugsgröße aus einjährigen Analystenschätzungen zum Jahresüberschuss (sog. Forward-Multiplikatoren, im Folgenden „1yf“). Im Rahmen der Auswertung wurden Ausreißer, die unter dem 5%-Quantil oder über dem 95%-Quantil bezogen auf die periodenspezifische Gesamtdatenbasis liegen, ausgeschlossen.

Die KGV-Multiplikatoren sind seit dem 31. Dezember 2011 in allen Branchen signifikant angestiegen. Das aggregierte Kurs-Gewinn-Verhältnis über alle Branchen beträgt zum 30. Juni 2017 in der DACH-Region 20,2x und erreicht somit das höchste Niveau im Betrachtungszeitraum.

Das höchste branchenspezifische KGV mit 23,8x zum 30. Juni 2017 ist in der Pharma- und Gesundheitsversorgungsbranche zu beobachten, das niedrigste KGV mit 16,2x hingegen in der Finanzwesen- und Immobilienbranche.

### 5. Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse der DACH-Kapitalmarktstudie lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Basiszinssätze sind in allen drei DACH-Ländern seit 31. Dezember 2011 signifikant gesunken und befinden sich zum 30. Juni 2017 – trotz des Anstiegs seit 30. Juni 2016 – weiterhin auf historisch niedrigen Niveaus. Im Rahmen der Unternehmensbewertung

ist bei einer Abbildung des niedrigen Zinsniveaus auch der Einfluss ebendieses Zinsniveaus auf andere bewertungsrelevante Parameter, bspw. die Zahlungsströme oder die Marktrisikoprämie, zu reflektieren; ansonsten kann es zu signifikanten Verzerrungen bei den Bewertungsergebnissen kommen.

- Über den gesamten Zeitraum vom 31. Dezember 2011 bis 30. Juni 2017 sind die impliziten Gesamtmarktrenditen in Deutschland von 11,8% auf 8,6%, in Österreich von 11,6% auf 8,3% und in der Schweiz von 9,9% auf 6,8% gesunken. Dies spiegelt unter anderem den Rückgang der Basiszinssätze wider.
- Der niedrigste unverschuldete Beta-Faktor ist über einen zweijährigen Betrachtungszeitraum bei Energieversorgern (0,56) zu beobachten, das höchste unverschuldete Beta hingegen in der Pharma- und Gesundheitsversorgungsbranche (0,92). Das höchste verschuldete Beta hingegen weist die Finanzwesen- und Immobilienbranche mit einem Wert von 1,06 auf.
- Die impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten sind im Betrachtungszeitraum in allen Branchen signifikant gesunken, wobei der stärkste Rückgang bei Unternehmen der Branche Handel, Medien und Dienstleistungen zu verzeichnen ist.



- Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind in allen Branchen im Betrachtungszeitraum hingegen deutlich angestiegen, was sich in einem aggregierten KGV für die DACH-Region von 20,2x zeigt. Die im Vergleich zu den Unternehmensgewinnen überproportionale Aktienmarktpformance in den vergangenen Jahren und die nun generell hohen Bewertungsniveaus sind – analog zum Modell nach Babbel – die Hauptursache für die rückläufigen impliziten Eigenkapitalkosten.

Die DACH-Kapitalmarktstudie zeigt, dass neben einer Verwendung historischer Renditen zur Ableitung wesentlicher Kapitalkostenparameter auch die Heranziehung impliziter Renditen eine zusätzliche Orientierungshilfe für Unternehmenslenker bietet.<sup>14</sup> Während implizite Renditen stichtagsbezogene Schätzungen sind und zukunftsorientierte Renditeveränderungen

im Zeitverlauf aufzeigen, ermöglichen historische Renditen die Ableitung langfristiger Renditebandbreiten. Beide Betrachtungsweisen werden berechtigterweise kontrovers diskutiert. Gerade die Kombination beider Betrachtungsweisen jedoch schafft Orientierung in Zeiten volatiler Kapitalmärkte. ■



**Dr. Christian Büchelhofer** ist Managing Director der ValueTrust Financial Advisors SE, einer Financial Advisory Firm mit dem Fokus auf Unternehmensbewertung und Corporate Finance Beratung. Dr. Büchelhofer berät bei Unternehmenstransaktionen, Restrukturierungen, Wertsteigerungsprogrammen und im Rahmen von Rechtsstreitigkeiten. christian.buechelhofer@value-trust.com

**Marion Swoboda-Brachvogel** ist Director bei ValueTrust und leitet den Wiener Standort. Vor ihrer Tätigkeit bei ValueTrust war sie im Beteiligungsmanagement, im Investment Banking und in der Strategieberatung tätig. marion.swoboda-brachvogel@value-trust.com

<sup>14</sup> Zur zunehmenden Bedeutung impliziter Eigenkapitalkosten in der Praxis der Unternehmensbewertung siehe auch Äders/Aschauer/Dollinger „Die implizite Marktrisikoprämie am österreichischen Kapitalmarkt“, in: RWZ, 6/2016, Art.-Nr. 47, und Aschauer/Dollinger „Die Ermittlung von Eigenkapitalkosten durch die empirische Messung von impliziten Branchenrenditen – ein alternatives Kapitalkostenkonzept?“, in: RWZ, 04/2017, Art.-Nr. 26.