

M&A REVIEW

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

www.ma-review.de

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

30. Jahrgang 1-2/2019

1989–2019: **30 Jahre**

Standpunkt

**M&A als Erfolgsfaktor für
Familienunternehmen**

Bewertung und Kapitalmärkte
**Erkenntnisse zu impliziten Kapital-
kosten in Europa: Orientierungs-
hilfe für Entscheidungsträger in
volatilen Zeiten**

Bewertung und Kapitalmärkte
**Optimizing takeover premiums
in M&A: The impact of target
characteristics and strategic
considerations**

International Column
**M&A-Markt Q4 2018:
Abschwächung auf hohem
Niveau setzt sich fort**

Austria Column
**Österreichs M&A-Markt 2018
zwischen Korrektur und
Abschwung**

Switzerland Column
**M&A-Aktivität in der Schweiz
auf Rekordniveau**

Deal des Monats
Helaba auf Einkaufstour

SONDERDRUCK
VALUE TRUST
FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

**Erkenntnisse zu impliziten Kapitalkosten in Europa:
Orientierungshilfe für Entscheidungsträger in volatilen Zeiten**
Dr. Christian Büchelhofer & Marion Swoboda-Brachvogel



Bewertung und Kapitalmärkte

**Impact M&A:
Wirkungsorientierte
M&A-Strategien**

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Erkenntnisse zu impliziten Kapitalkosten in Europa: Orientierungshilfe für Entscheidungsträger in volatilen Zeiten

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

1. Hintergrund und Zielsetzung

► Die Gründe für den anhaltenden Boom bei Unternehmensübernahmen und Fusionen in 2018 sind unter anderem: ein anhaltendes „Low Growth Environment“, in welchem Unternehmen Wachstum vornehmlich über anorganische Investitionen zu realisieren versuchen; die weitergehende Digitalisierung von Branchen und der damit verbundene Zukauf externer technologischer Kompetenzen; das bestehende Niedrigzinsumfeld und die teilweise hohen Bargeldreserven von Unternehmen. Es ist anzunehmen, dass sich diese Trends auch in 2019 fortsetzen werden, gegebenenfalls jedoch auf einem etwas abgeschwächten Niveau. In manchen Ländern (insbesondere den USA) wurde bereits eine Kehrtwende in der Zinspolitik eingeleitet, doch ist in Europa von einem anhaltend niedrigen Zinsniveau auszugehen.

Die Übernahmewelle hat die Bewertungsniveaus von Unternehmen in den vergangenen Jahren signifikant nach oben getrieben, was eine fundierte Beurteilung der Investitionsentscheidungen anhand von Bewertungskalkülen, insbesondere Kapitalwertkalkülen, noch relevanter macht. Neben der Ableitung zukünftiger Zahlungsströme bleibt die Ableitung risikoäquivalenter Kapitalkosten hierbei eine zentrale Herausforderung.

Die erstmalig von ValueTrust Financial Advisors SE (ValueTrust) veröffentlichte Europa-Kapitalmarktstudie mit dem Bewertungsstichtag 30. Juni 2018 soll Entscheidungsträgern eine Orientierungshilfe bei der Ermittlung von Kapitalkosten durch einen entsprechenden Vergleich mit Marktdaten geben.¹ Im Rahmen der

Europa-Kapitalmarktstudie wurden auf Basis des Aktienindex STOXX Europe 600 und eines umfangreichen Datensatzes implizite Eigenkapitalkosten aus zukunftsorientierten Gewinnschätzungen börsennotierter Unternehmen durch kapitalmarktbasierete Renditeberechnungen abgeleitet. Dieser Ex-ante-Ansatz bietet eine Alternative zur historischen (Ex-post)-Ermittlung wesentlicher Kapitalkostenparameter nach dem Capital Asset Pricing Model („CAPM“)². Die Europa-Kapitalmarktstudie beinhaltet Analysen zu impliziten Gesamtmarkt- und Branchenrenditen, wesentlichen Kapitalkostenparametern (Basiszinssatz, Beta-Faktoren, Marktrisikoprämien), historischen Gesamtmarkt- und Branchenrenditen in Form von Total Shareholder Returns sowie eine Darstellung der Bewertungsniveaus des Gesamtmarktes und der verschiedenen Branchen anhand von Börsenmultiplikatoren.³ Die Europa-Kapitalmarktstudie ermöglicht auf Basis des einzigartigen Datensatzes individuelle Auswertungen und Analysen für Unternehmen.

2. Die Datenbasis

Die Europa-Kapitalmarktstudie beinhaltet alle Unternehmen aus dem europäischen Aktienindex STOXX Europe 600. Insgesamt wurden 596 börsennotierte Unternehmen aus zehn Branchen in der Kapitalmarktstudie berücksichtigt, die in der Thomson Reuters Aggregates App enthalten sind. Die Branchenklassifizierung dieser 596 Unternehmen wurde basierend auf der Klassifizierung von STOXX übernommen und stellt sich wie in Abbildung 1 aufgezeigt dar.

In der Branchenzusammensetzung fällt auf, dass Unternehmen aus den Bereichen Finanzwesen und

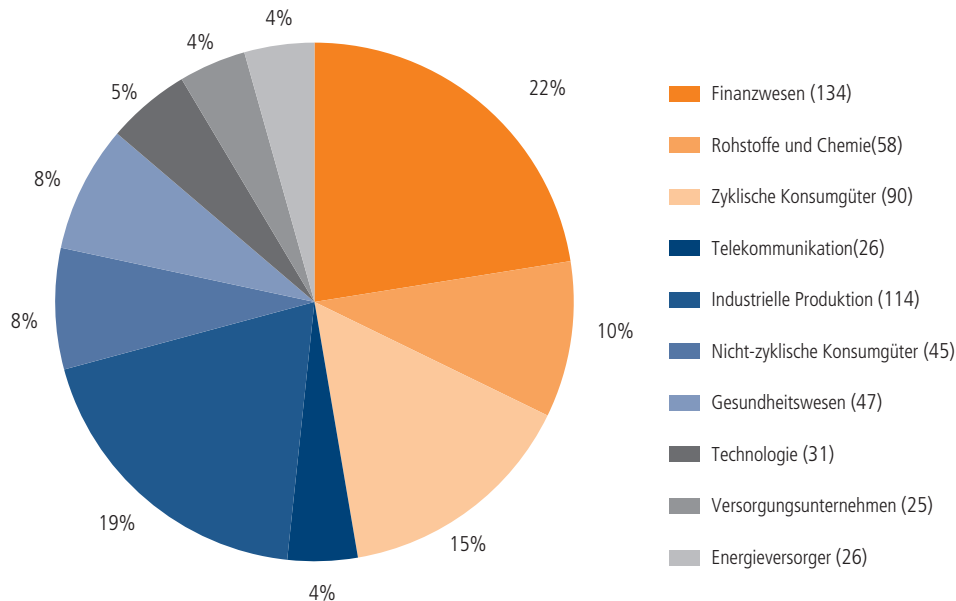
¹ Vgl. die Kapitalmarktstudien von ValueTrust zu Europa und der Region Deutschland, Österreich, Schweiz (DACH), welche jeweils halbjährlich veröffentlicht werden. Vgl. für eine ausführlichere Darstellung der den Studien zugrundeliegenden Methodik auch Büchelhofer/Swoboda-Brachvogel, Implizite Eigenkapitalkosten in der DACH-Region: Führen gesunkene implizite Eigenkapitalkosten zu höheren Bewertungsniveaus?, M&A Review, 3/2018, S. 89ff. Vgl. Aders/Aschauer/Dollinger, Die implizite Marktrisikoprämie am österreichischen Kapitalmarkt, RWZ, 6/2016, S. 195 – 202. (Aktuelle Studien von ValueTrust sind verfügbar unter: www.value-trust.com/news-publikationen/#studien).

² Vgl. Pratt/Grabowski, Cost of Capital, Wiley Finance, 5. Auflage, 2014, S. 189-201.

³ 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 Europa-Kapitalmarktstudie vom 30. Juni 2018, S. 18 ff. (Die Europa-Kapitalmarktstudie ist abrufbar unter: www.value-trust.com/wp-content/uploads/2018/10/ValueTrust-European-Capital-Market-Study-.pdf).

Abb. 1 • Branchenklassifizierung der Unternehmen

Quelle: Thomson Reuters, STOXX®, ValueTrust Darstellung.



Industrielle Produktion mehr als 40% aller Unternehmen im STOXX Europe 600 repräsentieren. Zyklische Konsumgüter sowie Rohstoffe und Chemie sind gemeinsam für weitere 25% aller Unternehmen verantwortlich, wohingegen alle anderen Sektoren weniger als 10% der Unternehmen an der Grundgesamtheit ausmachen.

Es wurden Daten für den Zeitraum zwischen dem 31. Dezember 2012 und 30. Juni 2018 auf halbjährlicher Basis erhoben und berücksichtigt. Die für die Analysen notwendigen auf Branchenebene aggregierten Daten wurden vom Datenanbieter Thomson Reuters bezogen. Zur Ableitung der Basiszinssätze wurden Daten der Europäischen Zentralbank verwendet.

3. Maßgebliche Parameter der Eigenkapitalkosten

Im Rahmen des Ex-ante-Ansatzes wird ein Eigenkapitalkostensatz gesucht, der die Renditeerwartung 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 Beta-Faktor und die Marktrisikoprämie.

3.1 Basiszinssatz

Der Basiszinssatz stellt die Verzinsung einer Anlage in (quasi-)risikolose Wertpapiere dar und bildet im Rahmen

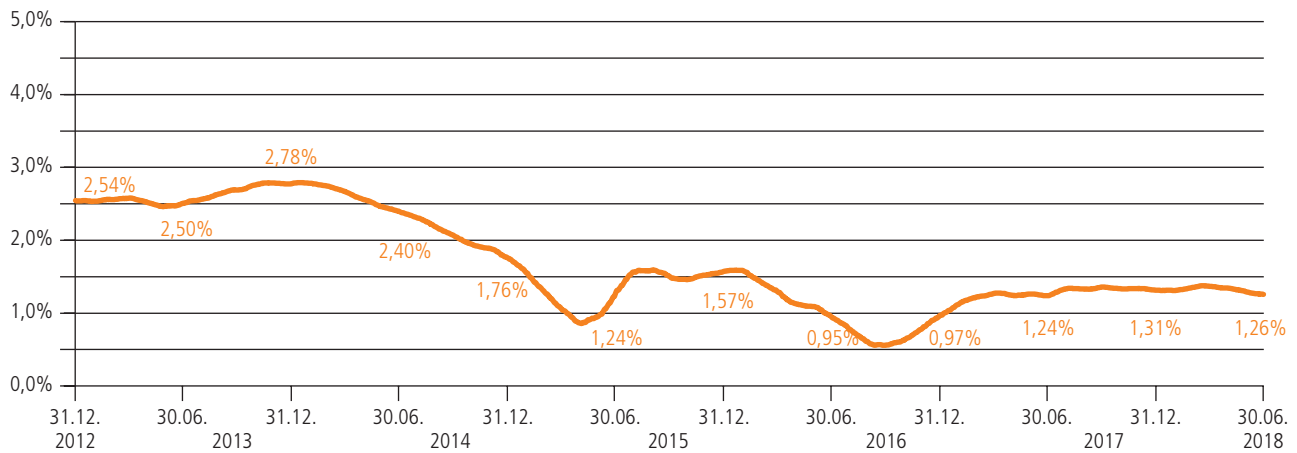
des CAPM die Ausgangsgröße zur Ermittlung risiko-äquivalenter Kapitalkosten.

Zur Ableitung des Basiszinssatzes werden europäische Staatsanleihen mit erstklassigem Rating herangezogen. Diese europäischen Staatsanleihen werden international als jene Anleihen eingestuft, die einer risikolosen Veranlagung am nächsten kommen. Aufgrund ihres nahezu sicheren Charakters (Rating von AAA gemäß Standard & Poor') erfüllten zum Stichtag der Kapitalmarktstudie deutsche, luxemburgische und niederländische Staatsanleihen weitestgehend das Kriterium der Risikofreiheit, weshalb für die Ableitung des europäischen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve auf die von der Europäischen Zentralbank veröffentlichten kombinierten Kapitalmarktdaten dieser drei Länder abgestellt wurde. Bei einer Analyse des (risikolosen) Basiszinssatzes unterschiedlicher Länder stehen alternative Vorgaben in der Ermittlung und unterschiedliche Laufzeiten der zugrundeliegenden Staatsanleihen/Zinsstrukturkurven zur Verfügung. Gemäß den Empfehlungen des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) ist typisierend der risikolose Zinssatz auf Basis eines zum Bewertungsstichtag gültigen Durchschnittswertes aus den täglichen Zinsstrukturkurven der letzten drei Monate abzuleiten. Im Rahmen dieser Studie folgt die Berechnung des Basiszinssatzes für Europa analog zu den Vorgaben des IDW.

Der Basiszinssatz auf europäischer Ebene befindet sich zum 30. Juni 2018 mit 1,26% noch immer auf einem historisch niedrigen Niveau: Lediglich 2016 war der

Abb. 2 • Historische Entwicklung des europäischen Basiszinssatzes auf Grundlage der Zinsstrukturkurve

Quelle: Europäische Zentralbank, ValueTrust Berechnungen, Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 13.



europäische Basiszinssatz mit unter 1 % noch niedriger. Nachdem der Basiszinssatz zwischen 31. Dezember 2017 und 30. Juni 2018 wiederum um 5 Basispunkte gesunken ist, kann jedoch aktuell – zumindest kurzfristig – nicht von einem Aufwärtstrend des Basiszinssatzes auf europäischer Ebene gesprochen werden.

3.2 Implizite Marktrisikoprämien

Die Marktrisikoprämie ist kein unmittelbar am Kapitalmarkt beobachtbarer Parameter, sondern – gemäß dem CAPM – die Differenz zwischen den empirisch beobachtbaren Parametern Gesamtmarktrendite und Basiszinssatz. Zur Berechnung impliziter (ex-ante) Gesamtmarktrenditen (und damit auch impliziter Kapitalkosten) stehen das Dividendendiskontierungsmodell, das Residualgewinnmodell oder das Gewinnkapitalisierungsmodell zur Verfügung. Das Auflösen dieser Modelle nach den Gesamtmarktrenditen (=Eigenkapitalkosten) liefert die implizite Eigenkapitalrendite.⁴ Für die folgenden Analysen wurde vereinfachend eine Ausprägung des Residualgewinnmodells herangezogen.⁵ Demnach setzt sich der Wert des Unternehmens aus den drei Komponenten Buchwert des Eigenkapitals, Wertbeitrag kurzfristiger Gewinnprognosen und Wertbeitrag der langfristigen Gewinnwachstumsprognosen zusammen:

$$P_t = B_t + \frac{J\ddot{U}_{t+1} - r_t * B_t}{r_t - g}, \text{ mit}$$

r_t = 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

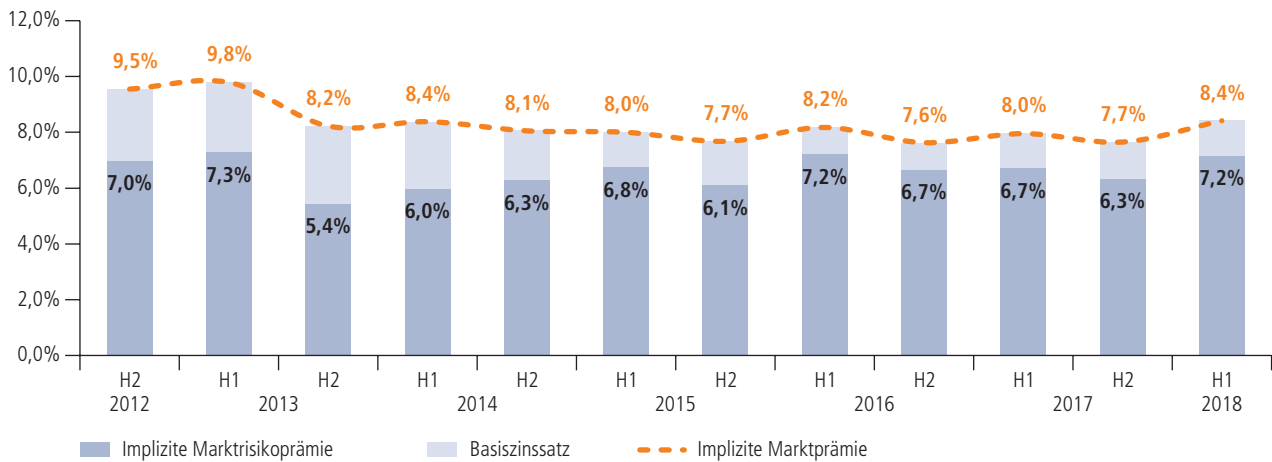
Nach Umformung des Residualgewinnmodells kann die implizite Renditeerwartung der Marktteilnehmer anhand des Börsenkurses (P_t), kurzfristiger Gewinnprognosen ($J\ddot{U}_{t+1}$), des Buchwerts des Eigenkapitals (B_t) und der langfristigen Wachstumsrate (g) bestimmt werden. Dabei setzt sich die aus dem Residualgewinnmodell abgeleitete implizite Renditeerwartung aus zwei Komponenten zusammen. Sie enthält einerseits das Verhältnis der kurzfristigen Gewinnprognose der jeweiligen Aktie, die aus den Analystenschätzungen abgeleitet wird, zum Börsenkurs. Zudem enthält sie die langfristigen Gewinnwachstumserwartungen, die sich aus dem Kehrwert des Marktwert-Buchwert-Verhältnisses der Aktie ableiten. Die implizite Renditeerwartung ist somit neben der kurzfristigen Gewinnprognose abhängig von der langfristigen Wachstumsprognose und dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis.

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

⁴ Vgl. zum Dividendendiskontierungsmodell Berg/Heigermoser/Kaserer/Kittlauss/Willershausen, Schätzung erwarteter Marktrisikoprämien mittels impliziter Kapitalkosten, Corporate Finance (2017), S. 226ff.; vgl. zum Residualgewinnmodell Gebhardt/Lee/Swaminathan, Toward an implied cost of capital, Journal of Accounting Research (2001), S. 135ff.; vgl. zum Gewinnkapitalisierungsmodell Ohlson/Jüttner-Nauroth, Expected EPS and EPS growth as determinants of value, Review of Accounting Studies (2005), S. 349ff.
⁵ Vgl. Babbel, Challenging Stock Prices: Aktienpreise und implizite Wachstumserwartungen, in: Corporate Finance, Nr. 9, 2015, S. 316-323, insbesondere S. 319. Vgl. Aders/Aschauer/Dollinger, Die implizite Marktrisikoprämie am österreichischen Kapitalmarkt, RWZ, 6/2016, S. 195 – 202.

Abb. 3 • Marktwertgewichtete implizite Gesamtmarktrendite und implizite Marktrisikoprämie des STOXX Europe 600 im Zeitverlauf

Quelle: Thomson Reuters, Europäische Zentralbank, ValueTrust Berechnungen, Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 17.



Im Rahmen der Ableitung der impliziten Marktrenditen anhand des Residualgewinnmodells sind die Daten zum Börsenkurs, die kurzfristige Gewinnprognose und das Marktwert-Buchwert-Verhältnis am Kapitalmarkt verfügbar und damit exogen vorgegeben, wobei die Gewinnprognosen auf Analystenschätzungen basieren. 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 des STOXX Europe 600 Index ermittelt.

Die implizite Gesamtmarktrendite ist im Vergleich zum Niveau von H2 2012 und H1 2013 deutlich zurückgegangen, was vornehmlich auf das Sinken des Basiszinssatzes zurückzuführen ist (H2 2012: 2,54%; H1 2018: 1,26%). Seit H2 2013 schwankt die implizite Gesamtmarktrendite zwischen 7,6% und 8,4%. Wenngleich sie in H1 2018 um 70 Basispunkte gestiegen ist, ist kein eindeutiger Aufwärtstrend, sondern vielmehr ein anhaltender Seitwärtstrend zu erkennen.

Die implizite Marktrisikoprämie („MRP“) für den europäischen Markt befindet sich somit zum 30. Juni 2018 mit 7,2% auf ungefähr demselben Niveau wie zum 30. Juni 2012 und zum 30. Juni 2013; sie erreicht gleichzeitig das höchste Niveau seit 30. Juni 2016 (ebenfalls 7,2%). Der Anstieg in H1 2018 ist maßgeblich auf den Anstieg der Gesamtmarktrendite zurückzuführen, wohingegen der moderate Rückgang des Basiszinssatzes in H1 2018 hierzu kaum beigetragen hat.

Ein Vergleich der impliziten Marktrendite mit historischen Renditen zeigt,⁶ dass die implizite Rendite seit 2014 um das geometrische Mittel der historischen Renditen (2004-2018) schwankt. Die implizite Marktrisikoprämie hat sich in den vergangenen sechs Jahren zumeist in der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung („FAUB“) des IDW empfohlenen Bandbreite zwischen 5,5% und 7,0% bewegt.

Als Indikator für ein Risikomaß wurde der Euro STOXX 50 Volatility Index („VSTOXX“) den historischen Renditen gegenübergestellt. Abbildung 4 fasst die Ergebnisse zu Gesamtmarktrenditen, impliziten Marktrisikoprämien, historischen Renditen und Volatilität des europäischen Aktienmarktes zusammen.

Während historische Renditen und aus ihnen abgeleitete Marktrisikoprämien als Indikator für langfristige Bandbreiten dienen, beinhalten implizite Marktrenditen die Zukunftserwartungen der Marktteilnehmer. Eine Kombination von Ex-ante- und Ex-post-Verfahren ermöglicht somit die Nutzung der Stärken beider Ansätze.

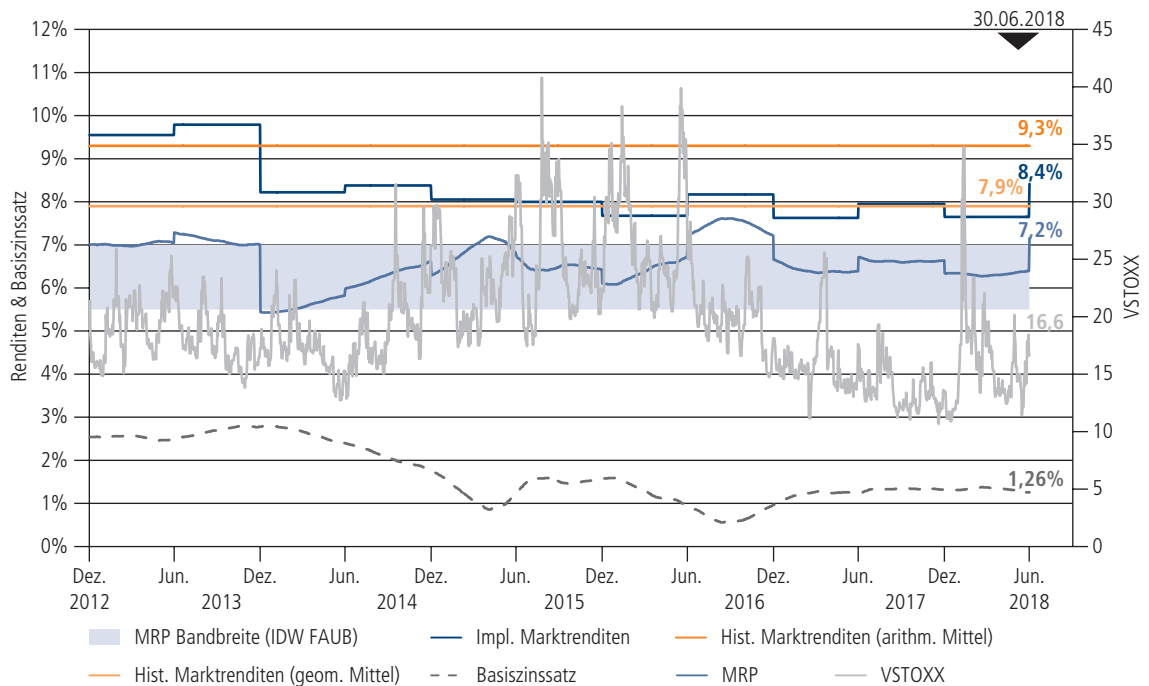
3.3 Beta-Faktoren nach Branchen

Der Beta-Faktor im CAPM ist eine Maßzahl für das systematische Risiko einer Anlageklasse und drückt aus, in welchem Maße das unternehmensspezifische Risiko mit dem des Gesamtmarktes vergleichbar ist. Ein

⁶ Als Datenbasis zur Ableitung der historischen Renditen diente der Aktienindex STOXX Europe 600 GR im Zeitraum 1. Juli 2004 bis 30. Juni 2018. Die historischen Renditen (arithmetisches und geometrisches Mittel) wurden auf Basis von historischen Datenpunkten des Index berechnet; die impliziten Renditen wurden hingegen auf Basis der Daten der Thomson Reuters Aggregates App für den STOXX Europe 600 ermittelt; somit ist aufgrund einer ggf. unterschiedlichen Aggregationsmethode auf gewisse Einschränkungen bei der Vergleichbarkeit hinzuweisen.

Abb. 4 • Kombinierte Verwendung von ex-ante- und ex-post-Analyse zur Ableitung der Marktrisikoprämie in Europa

Quelle: Thomson Reuters, Europäische Zentralbank, ValueTrust Berechnungen, Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 13, 17, 20- 22.



Beta-Faktor größer 1 bedeutet, dass das unternehmensspezifische Risiko höher ist als das Marktrisiko, ein Beta-Faktor kleiner als 1 zeigt dementsprechend, dass das unternehmensspezifische Risiko geringer als das des Marktes ist.

Im Rahmen der Europa-Kapitalmarktstudie wurde auf aggregierte Branchen-Betas abgestellt, die in der Datenbank Thomson Reuters Aggregates App verfügbar sind. Die Ermittlung der Beta-Faktoren erfolgt durch eine lineare Regressionsanalyse, in der realisierte Renditen für ein Wertpapier gegen einen möglichst breiten Aktienindex als Annäherung an das Marktportfolio regressiert werden; als Referenzindex zur Ermittlung der vorliegenden Branchen-Betas diente der STOXX Europe 600.⁷

Der Beta-Faktor als Maßzahl für das systematische Risiko beinhaltet nicht nur das operative Risiko eines Unternehmens, sondern auch dessen Verschuldungsrisiko. Eine höhere Verschuldung erhöht somit ceteris paribus auch den Beta-Faktor eines Unternehmens.⁸

Zur Berechnung der unverschuldeten Beta-Faktoren wurde die Anpassungsformel nach Harris/Pringle⁹ unterstellt:

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

β^V = verschuldeter Beta-Faktor

β^U = unverschuldeter Beta-Faktor

β^D = Debt Beta

$\frac{FK}{EK}$ = Verschuldungsgrad zu Marktwerten (Fremdkapital/Marktwert des Eigenkapitals)

Das verschuldete Markt-Beta liegt aufgrund des Ausschlusses von statistisch insignifikanten Betas nicht exakt bei 1, sondern mit 1,01 geringfügig darüber. Das unverschuldete Markt-beta (exkl. Finanzwerte) beträgt 0,64, und somit liegt der Anteil der Verschuldung am systematischen Risiko des Gesamtmarktes bei circa 37%.¹⁰

Energieversorger wiesen mit 1,16 das höchste verschuldete sowie mit 0,81 auch das höchste unverschuldete Beta auf. Versorgungsunternehmen hingegen verbuchten sowohl das geringste unverschuldete Beta in Höhe von 0,44 sowie das geringste verschuldete Beta mit 0,78.

7 Aufgrund der Datenverfügbarkeit basieren die Beta-Faktoren auf einem 5-jährigen Beobachtungszeitraum und einem monatlichen Renditeintervall.

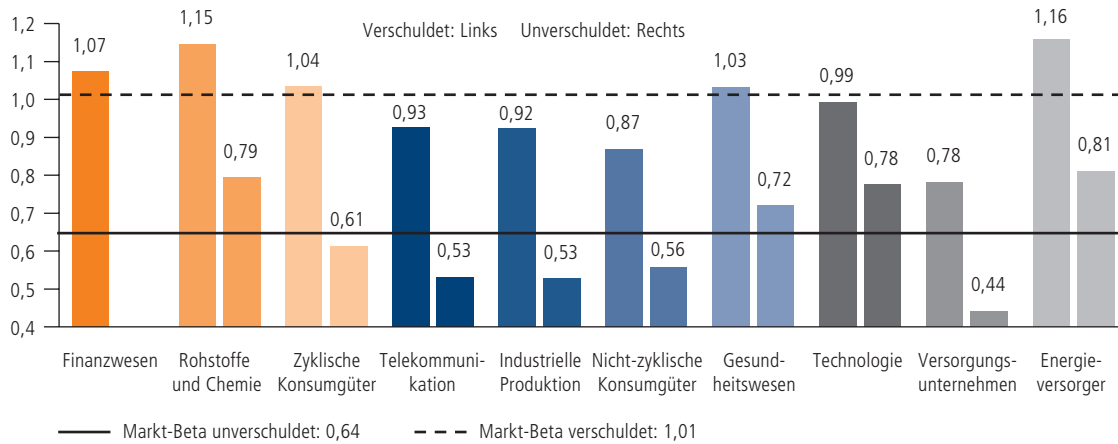
8 Die Verschuldung von Banken ist Teil des operativen Geschäftsmodells. Somit ist ein Unlevern des Betas in dieser Branche nicht möglich.

9 Vgl. bspw. Aders/Ziegenhain, Unternehmensbewertung und Kaufpreis, Beck'sches M&A-Handbuch 2017, Kapitel 3, §10 -§13, S. 91-150, insbesondere S. 123.

10 Der Wert des unverschuldeten Markt-Betas i.H.v. 0,64 wurde als arithmetischer Mittelwert über alle Branchen-Betas exkl. Finanzwesen berechnet, da wie zuvor beschrieben in dieser Branche keine unverschuldeten Beta-Faktoren ermittelt werden können.

Abb. 5 • Beta-Faktoren nach Branchen (5 Jahre, monatlich) in Europa

Quelle: Thomson Reuters, ValueTrust Berechnungen, Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 28.



Der größte Beitrag der Verschuldung am systematischen Risiko ist bei Versorgungsunternehmen und Telekommunikationsunternehmen zu beobachten, mit jeweils rund 43% am gesamten systematischen Risiko der jeweiligen Branche.

4. Branchenrenditen und Bewertungsniveaus

Implizite Marktrenditen wurden auch auf Ebene der Branchen des STOXX Europe 600 berechnet. Die Anpassung der jeweiligen unverschuldeten Branchenrendite auf die Kapitalstruktur eines spezifischen Unternehmens stellt somit eine Alternative beziehungsweise sinnvolle Ergänzung zur ex-post-Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels Regressionsanalysen nach dem CAPM dar.

Die branchenspezifischen Multiplikator-Analysen zeigen einerseits auf, welche Branchen im Vergleich besonders hoch beziehungsweise niedrig bewertet sind, und lassen gleichzeitig einen Abgleich von Unternehmenswerten mit dem Bewertungsniveau der jeweiligen Branche zu.

4.1 Implizite Branchenrenditen

Die Berechnung der branchenspezifischen impliziten Marktrenditen erfolgte analog zur Berechnung der Gesammarktrenditen auf Basis des Residualgewinnmodells. 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 Berechnungsweise¹¹:

$$k_E^V = k_E^U + (k_E^U - k_f) * \frac{FK}{EK}$$

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 zyklischer Schwankungen im Beobachtungszeitraum sind die durchschnittlichen impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten für alle Branchen seit Ende des Jahres 2012 zurückgegangen. So liegen die unverschuldeten impliziten Eigenkapitalkosten nahezu aller Branchen zum 30. Juni 2018 etwas (d.h. um ca. 0,5 bis 1,5 Prozentpunkte) unter dem Wert zum 31. Dezember 2012. Dies ist in erster Linie auf den im gleichen Zeitraum gesunkenen Basiszinssatz zurückzuführen.

Nur in zwei Branchen sind die unverschuldeten impliziten Renditen im Betrachtungszeitraum deutlich stärker gesunken, nämlich bei Energieversorgern, deren Branchenrendite in Höhe von 6,1% zum 30. Juni 2018 um über 3 Prozentpunkte unter dem Wert zum 31. Dezember 2012 liegt, sowie bei Telekommunikationsunternehmen, deren Branchenrendite zum 30. Juni 2018 (4,3%) um mehr als 2 Prozentpunkte unter dem Wert zum 31. Dezember 2012 liegt.

¹¹ Vgl. Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 30-31.

Abb. 6 • Unverschuldete Branchenrenditen in Europa

Anmerkung: Für Unternehmen der Branche Finanzwesen werden marktwertgewichtete verschuldete Renditen ausgewiesen.

Quellen: Thomson Reuters, ValueTrust Berechnungen; Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 32-42.

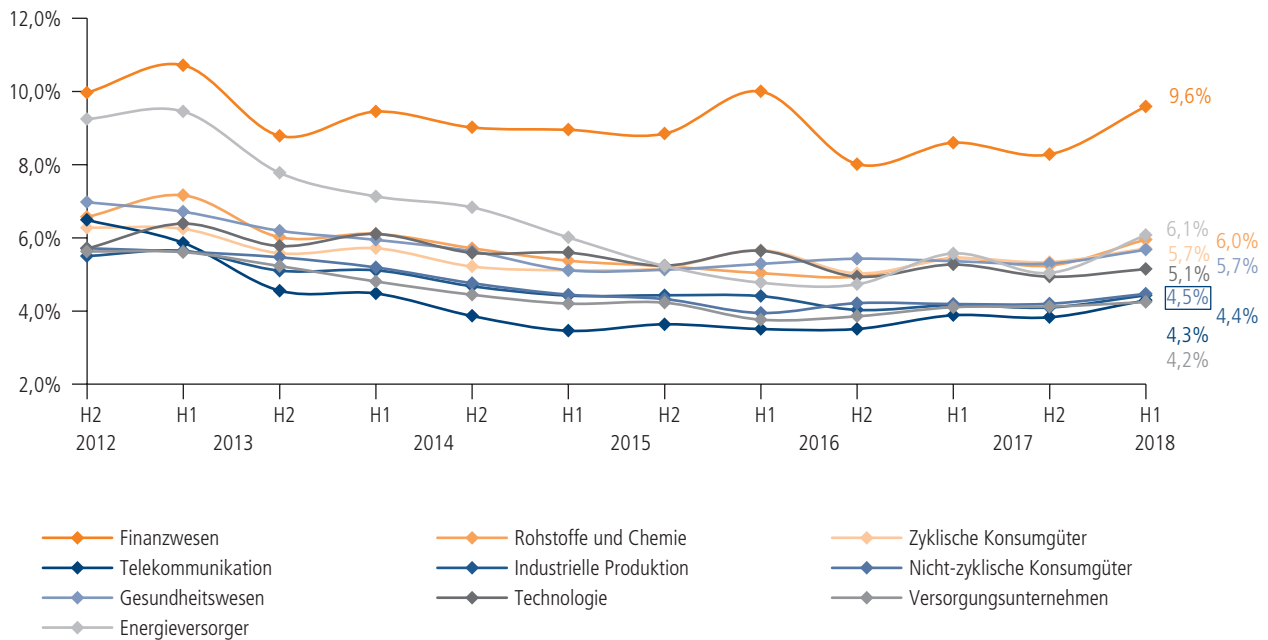
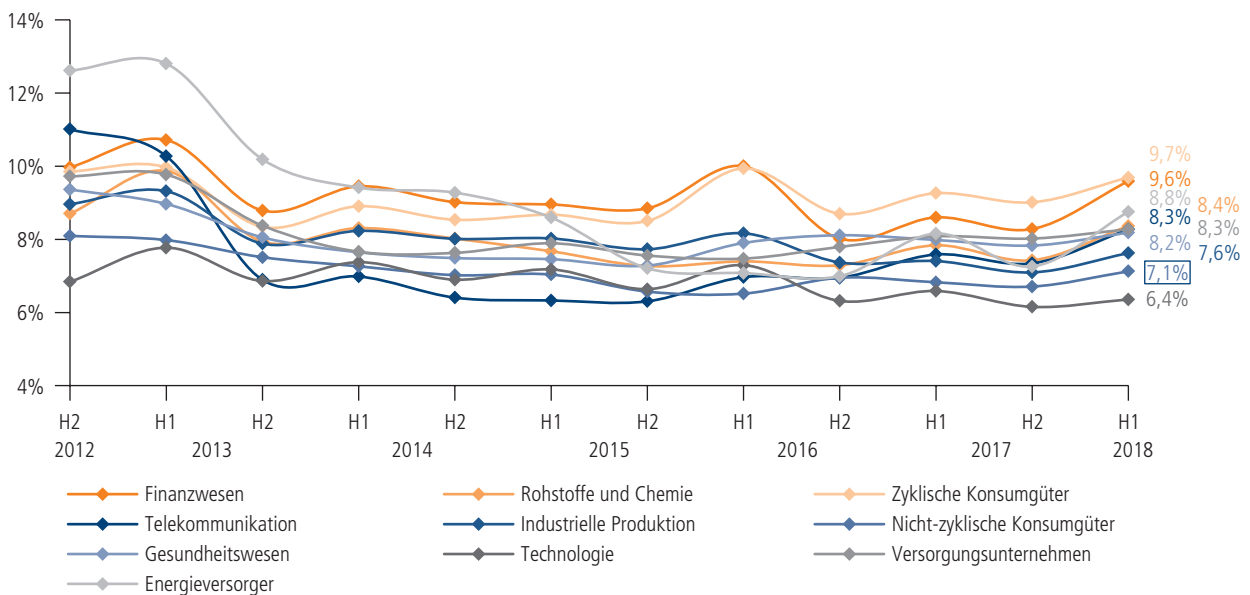


Abb. 7 • Verschuldete Branchenrenditen in Europa

Quelle: Thomson Reuters, ValueTrust Berechnungen; Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 33-42.

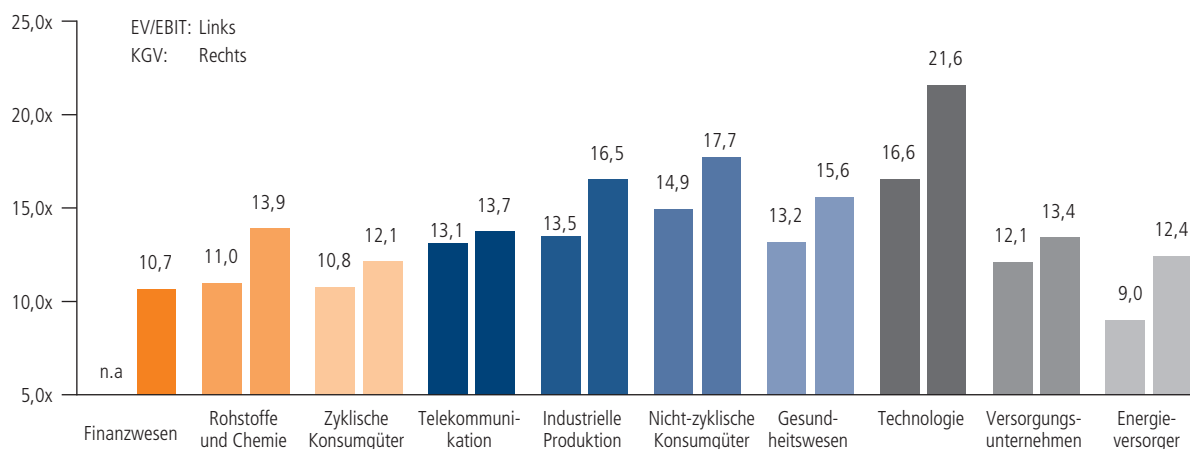


Trotz des insgesamt starken Rückgangs der impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten weisen die Energieversorger zum 30. Juni 2018 die höchsten impliziten Eigenkapitalkosten auf (6,1%). Bei Versorgungsunternehmen konnten mit 4,2% die niedrigsten impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten beobachtet wer-

den (Abb. 6). Betrachtet man die verschuldeten impliziten Eigenkapitalkosten (Abb. 7), so sind diese für den Sektor Zyklische Konsumgüter mit 9,7% aufgrund des vergleichsweise hohen Verschuldungsgrads am höchsten.

Abb. 8 • Multiplikatoren (1yf) nach Branchen in Europa

Quelle: Thomson Reuters, ValueTrust Berechnungen, Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 58.



4.2 Multiplikator-Bewertung nach Branchen

Wenngleich die Anwendung von Kapitalwertkalkülen, beispielsweise durch eine Discounted Cash Flow-Analyse, im Rahmen einer fundierten Unternehmensbewertung in der Regel unerlässlich ist, bietet die Multiplikator-Methode eine rasche Möglichkeit zur vergleichenden Schätzung von Unternehmenswerten. Auf Basis dieser vergleichenden Marktbewertung 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 Europa-Kapitalmarktstudie wurden Umsatz-Multiplikatoren, EBIT-Multiplikatoren, Kurs-Gewinn-Verhältnisse (im Folgenden auch „KGV“) und Kurs-Buchwert-Verhältnisse analysiert, wobei im Folgenden die KGVs und die Enterprise Value (EV)/EBIT-Multiplikatoren dargestellt werden.¹² Die hier betrachteten Multiplikatoren beziehen die Bezugsgröße aus einjährigen Analystenschätzungen zum Jahresüberschuss (sog. Forward-Multiplikatoren, im Folgenden „1yf“).

Das aggregierte Kurs-Gewinn-Verhältnis (1yf) über alle Branchen beträgt zum 30. Juni 2018 in Europa 13,7x, während das aggregierte EV/EBIT-Multiple bei 11,2x liegt. Das mit Abstand höchste KGV und den höchsten EV/EBIT-Multiplikator weisen Technologieunternehmen auf, das geringste KGV der Finanzsektor.

Die „Heat Map“ in Abbildung 9 stellt über alle in der Europa-Kapitalmarktstudie analysierten Multiplikatoren im Rahmen eines Rankings dar, welche Branchen am höchsten beziehungsweise am niedrigsten bewertet sind. Dabei wird dem höchsten Rang (d.h. der höchsten

relativen Bewertung) eine orange Farbe und dem niedrigsten Rang (d.h. der niedrigsten relativen Bewertung) eine dunkelblaue Farbe zugeordnet. Das aggregierte Ranking einer Branche wird als Durchschnitt aller Einzelrankings der jeweiligen Branche gebildet. Dies ist in der rechten Spalte dargestellt. Dieses durchschnittliche Ranking gibt in einer Gesamtbetrachtung aller analysierten Multiplikatoren somit das relative Bewertungsniveau der Branchen an: Der Technologiesektor ist insgesamt am höchsten bewertet, gefolgt vom Gesundheitswesen; am niedrigsten bewertet ist der Finanzsektor.

5. Zusammenfassung

Die Europa-Kapitalmarktstudie bietet Entscheidungsträgern in Europa eine Orientierungshilfe bei der Ermittlung von Kapitalkosten. Es werden die im Rahmen des CAPM relevanten Kapitalkostenparameter auf Branchenebene ermittelt. Implizite Branchenrenditen und Branchen-Multiplikatoren ermöglichen eine rasche Plausibilisierung von Unternehmenswerten.

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

- Der Basiszinssatz auf europäischer Ebene befindet sich mit 1,26% zum 30. Juni 2018 noch immer auf einem historisch niedrigen Niveau: Lediglich 2016 war der europäische Basiszinssatz mit unter 1% noch geringer. Das niedrige Zinsniveau beeinflusst weitere relevante Bewertungsparameter wie die Marktrisikoprämie und die künftig zu erwartenden Zahlungsströme; dies muss in der Bewertung eines Unternehmens ebenso abgebildet werden, da die alleinige Anwendung eines geringeren Basiszinssatzes zu erheblichen Über-/Fehlbewertungen führen kann.

¹² Vgl. die Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 56 ff.

Abb. 9 • „Heat Map“: Ranking von Branchen-Multiplikatoren (LTM und 1yf) in Europa

Quelle: Thomson Reuters, ValueTrust Berechnungen, Europa-Kapitalmarktstudie zum 30. Juni 2018, S. 59.

Branchen	EV/Revenue		EV/EBIT		KGV		EqV/BV	Ø Ranking
	LTM	1yf	LTM	1yf	LTM	1yf		
Finanzwesen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9	10	10	9,7
Rohstoffe und Chemie	5	5	8	7	5	5	5	5,7
Zyklische Konsumgüter	7	8	9	8	8	9	6	7,9
Telekommunikation	3	4	7	5	6	6	9	5,7
Industrielle Produktion	6	6	4	3	4	3	4	4,3
Nicht-zyklische Konsumgüter	4	3	2	2	7	2	3	3,3
Gesundheitswesen	1	1	3	4	2	4	2	2,4
Technologie	2	2	1	1	1	1	1	1,3
Versorgungsunternehmen	8	7	5	6	10	7	8	7,3
Energieversorger	9	9	6	9	3	8	7	7,3

- Die implizite Gesamtmarktrendite ist im Vergleich zum Niveau von H2 2012 (9,5%) und H1 2013 (9,8%) – vornehmlich aufgrund des Sinkens des Basiszinssatzes – deutlich zurückgegangen: seit H2 2013 schwankt die implizite Gesamtmarktrendite zwischen 7,6% und 8,4%. Wenngleich sie in H1 2018 um 70 Basispunkte gestiegen ist, ist kein nachhaltiger Aufwärtstrend zu erkennen. Die implizite Marktrisikoprämie befindet sich mit 7,2% zum 30. Juni 2018 nahezu auf demselben Niveau wie zum 30. Juni 2013.
- Den niedrigsten unverschuldeten Beta-Faktor weisen Versorgungsunternehmen (0,44) auf, das höchste unverschuldete Beta hingegen ist bei Energieversorgern (0,81) zu beobachten. Letztere besitzen auch das höchste verschuldete Beta auf Branchenebene (1,16).
- In allen Branchen sind die impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten im Betrachtungszeitraum (31. Dezember 2012 bis 30. Juni 2018) gesunken. Energieversorger weisen zum 30. Juni 2018 die höchsten impliziten Eigenkapitalkosten (6,1%) im Branchenvergleich auf. Bei Versorgungsunternehmen konnten mit 4,2% die niedrigsten impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten zum 30. Juni 2018 beobachtet werden.
- Die Börsenmultiplikatoren zeigen, dass zum 30. Juni 2018 die Technologieunternehmen mit Abstand am höchsten bewertet sind, gefolgt vom Gesundheitswesen. Die niedrigste Bewertung weist der Finanzsektor auf.

Die Europa-Kapitalmarktstudie vereint vorausschauende und historische Betrachtungsweisen im Rahmen der Kapitalkostenermittlung. Durch einen Vergleich mit Marktdaten schafft dies für Entscheidungsträger zusätzliche Sicherheit und Transparenz bei bewertungsrelevanten Fragestellungen im Rahmen von Kapitalwertkalkülen.



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