

Europäische Kapitalkosten und Bewertungsniveaus in der Covid-19-Krise als Basis fundierter Investitionsentscheidungen

Marion Swoboda-Brachvogel, Director, ValueTrust Financial Advisors GmbH, Wien

1. Ausgangslage

▶ Wenn auch eine erste Normalisierung – infolge der Lockerung vieler Maßnahmen zur Bekämpfung von Covid-19 – des Sozial- und Wirtschaftslebens bereits eingesetzt hat, so hat die aktuelle Krise dennoch weiterhin einen massiven Einfluss auf die wirtschaftliche Situation. Dies hat sich an den Aktienmärkten in extrem hoher Volatilität niederschlagen.

Es ist davon auszugehen, dass uns diese Situation noch bis 2021 und darüber hinaus begleiten wird. Entscheidungsträger sollten daher die geänderten Rahmenbedingungen bei der Bewertung von (organischen wie anorganischen) Investitionsentscheidungen und auch bei gegebenenfalls erforderlichen Impairment Tests mit einbeziehen, um bestmögliche Investitionsentscheidungen zu treffen.

Ein zentrales Element in der Beurteilung von Investitionsentscheidungen stellen die Kapitalkosten dar, welche für jegliche Anwendung von Kapitalwertkalkülen (z.B. Discounted-Cashflow-Methode, Ertragswertverfahren) als Diskontierungsfaktor erforderlich sind. Die Kapitalkosten müssen risikoadäquat sein, das heißt sowohl operative als auch finanzielle Risiken von Investitionsobjekten widerspiegeln. Im Folgenden wird auf unterschiedliche Varianten zur Bestimmung von Eigenkapitalkosten eingegangen und es werden europäische Kapitalkosten und Bewertungsniveaus auf Sektorebene zum 30.6.2020 dargestellt.

2. Zielsetzung der Europa-Kapitalmarktstudie

ValueTrust veröffentlicht zweimal im Jahr die Europa-Kapitalmarktstudie, um Entscheidungsträgern eine weitere Orientierungshilfe in der Ermittlung von Kapitalkosten durch einen Vergleich mit aktuellen Marktdaten zu geben. Die Europa-Kapitalmarktstudie berücksichtigt alle Unternehmen des Aktienindex STOXX Europe 600, welcher sich weiter in zehn Sektoren untergliedert. Die Sektorzuordnung folgt der Klassifizierung von STOXX.

Es werden auf umfangreiche Weise Kapitalkosten und Bewertungsparameter abgeleitet, um eine fundierte Basis für Investitionsentscheidungen zu bieten:

- Die Europa-Kapitalmarktstudie beinhaltet alle wesentlichen Kapitalkostenparameter (Basiszinssatz, Beta-Faktoren unterschiedlicher Branchen, Markttrisiko-prämie) zur Anwendung des Capital Asset Pricing Models (CAPM) und stellt diese zum Teil auch über einen längeren Zeitraum dar;
- sie ermittelt – aufbauend auf zukunftsorientierten Gewinnsschätzungen von Analysten – implizite Eigenkapitalkosten für den gesamten, europäischen Kapitalmarkt sowie für die zehn unterschiedlichen Sektoren des STOXX Europe 600,¹
- sie zeigt historische Total Shareholder Returns für den Gesamtmarkt und die einzelnen Sektoren²
- und stellt die Bewertungsniveaus des Gesamtmarktes und der unterschiedlichen Branchen durch Börsenmultiplikatoren dar.

Dies ermöglicht Entscheidungsträgern, durch vier verschiedene Bewertungsansätze an die Beurteilung von Investitionsmöglichkeiten heranzugehen.³

3. Parameter der Eigenkapitalkosten im Rahmen des CAPM

Die wesentlichen Parameter zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Rahmen des CAPM sind der Basiszinssatz, der Betafaktor und die Markttrisiko-prämie. Im Folgenden wird auf diese drei Parameter sowie auf die impliziten Eigenkapitalkosten als Marktvergleichswert eingegangen.

¹ Zur Bedeutung impliziter Eigenkapitalkosten in der Unternehmensbewertung vgl. Aders/Aschauer/Dollinger, Die implizite Markttrisiko-prämie am österreichischen Kapitalmarkt, RWZ, 6/2016, S. 195-202.

² Total Shareholder Returns werden in diesem Artikel nicht dargestellt.

³ Vgl. Pratt/Grabowski, Cost of Capital, Wiley Finance, 5. Auflage, 2014, S. 189-201.

Abb. 1 • Entwicklung des Basiszinssatzes

Quelle: Eigene Darstellung

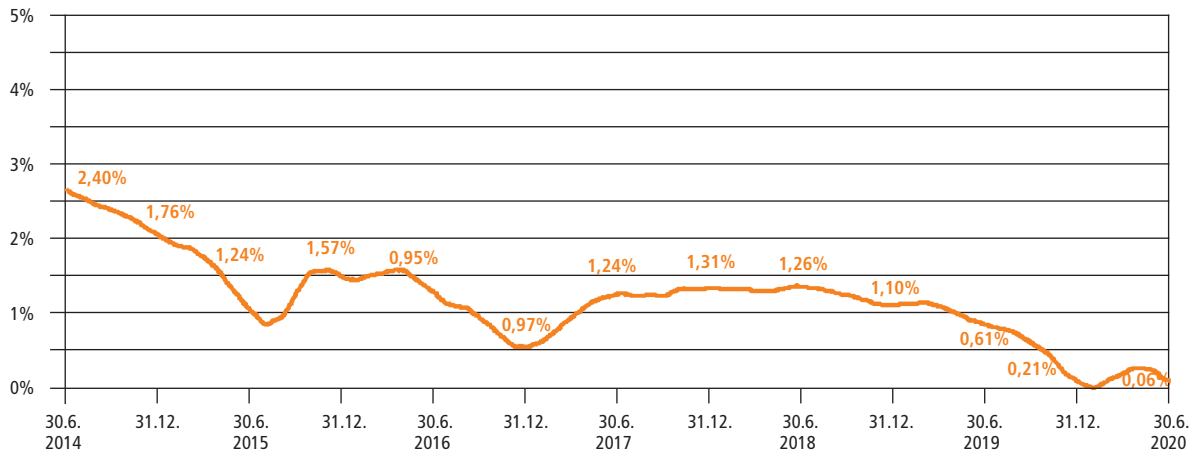


Abb. 2 • Betas pro Sektor*

Quelle: Eigene Darstellung

Sektor	Verschuldetes Beta	Fremdkapitalquote	Debt Beta	Unverschuldetes Beta
Financials	1,12	67%	n.a.	n.a.
Basic Materials	1,04	35%	0,20	0,74
Consumer Cyclical	1,10	47%	0,20	0,67
Telecommunications Services	0,66	59%	0,31	0,45
Industrials	1,09	52%	0,20	0,62
Consumer Non-Cyclical	0,65	47%	0,20	0,43
Healthcare	0,84	39%	0,15	0,58
Technology	1,01	27%	0,15	0,78
Utilities	0,66	58%	0,31	0,46
Energy	1,08	37%	0,20	0,76

* Da die Verschuldung bei Financials einen Bestandteil des operativen Geschäftsmodells darstellt, wird kein unverschuldetes Beta ermittelt.

a) Europäischer Basiszinssatz

Der Basiszinssatz stellt die Verzinsung einer Anlage in (quasi) risikolose Wertpapiere dar und wird aus langlaufenden Staatsanleihen europäischer Länder mit erstklassigem Rating abgeleitet. Zum 30.6.2020 waren in der Eurozone Deutschland, Luxemburg und die Niederlande durch Standard & Poor’s AAA-gerated; die Staatsanleihen dieser drei Länder können somit als nahezu risikofrei betrachtet werden. Unsere Ableitung des europäischen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve basiert daher auf den von der Europäischen Zentralbank aggregiert veröffentlichten Kapitalmarktdaten dieser drei Länder.

Seit Mitte 2014 ist der europäische Basiszinssatz von 2,40% auf 0,06% gesunken. Abgesehen von Aufwärtstrends in 2015 und 2016 zeigt der Basiszins einen nahezu kontinuierlichen Rückgang. Auch seit unserer Ermittlung des europäischen Basiszinssatzes zu Beginn der Covid-19-Krise zum 31.3.2020 ist der Basiszins weiter gesunken, nämlich von 0,11% auf ein historisches Tief von 0,06%, was wohl hauptsächlich durch die umfangreichen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank zur Liquiditätsbereitstellung begründet ist.

b) Betafaktor pro Sektor

Der Beta-Faktor ist eine Maßzahl für das systematische Risiko einer Anlage und gibt wieder, in welchem Maße das unternehmensspezifische Risiko mit dem des Gesamtmarktes vergleichbar ist. Das Beta des Gesamtmarktes beträgt 1, sodass ein Betafaktor größer als 1 bedeutet, dass das Risiko dieses Unternehmens das des Gesamtmarktes übersteigt, und ein Betafaktor unter 1, dass das Unternehmen ein geringeres Risiko als der Gesamtmarkt aufweist.

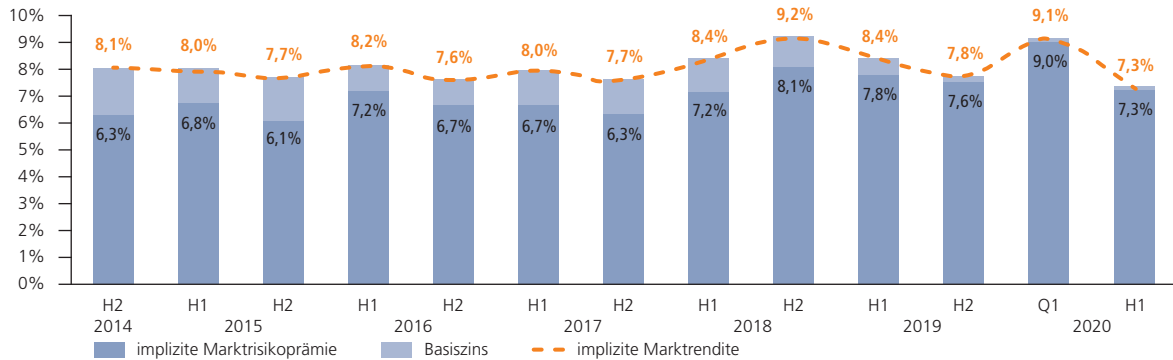
Der Beta-Faktor beinhaltet nicht nur das operative Risiko eines Unternehmens, sondern auch dessen Verschuldungsrisiko, sodass der verschuldete Beta-Faktor eines (verschuldeten) Unternehmens höher ist als sein unverschuldeter Beta-Faktor.

Durch die Regression historischer Aktienrenditen gegen den Aktienindex STOXX Europe 600 werden über einen Zeitraum von fünf Jahren aggregierte Branchenbetas ermittelt.

Der Sektor Technology hat mit 0,78 den höchsten unverschuldeten Betafaktor, der Sektor Energy das zweit-

Abb. 3 • Implizite Markttrendite und implizite Marktrisikoprämie des STOXX Europe 600

Quelle: Eigene Darstellung



höchste Beta (0,76). Consumer Non-Cyclicals haben den geringsten Betafaktor mit nur 0,43, gefolgt von Telecommunication Services (0,45) und Utilities (0,46); diese Sektoren weisen somit das niedrigste operative Risiko auf. Aufgrund des vergleichsweise niedrigen operativen Risikos haben die Sektoren Telecommunication Services und Utilities einen im Vergleich zu den anderen Sektoren hohen Verschuldungsgrad. Auch bei Betrachtung der verschuldeten Betas stellen die Betafaktoren der Sektoren Consumer Non-Cyclicals, Telecommunication Services und Utilities noch immer die niedrigsten Werte im Sektorvergleich dar.

c) Implizite Eigenkapitalkosten und Marktrisikoprämie des Gesamtmarkts

Die Marktrisikoprämie als Parameter im CAPM lässt sich – im Gegensatz zum Basiszinssatz und zu den Betafaktoren – nicht direkt am Kapitalmarkt feststellen. Die Marktrisikoprämie resultiert hingegen als die Differenz zwischen der beobachtbaren Gesamtmarkttrendite und dem ermittelten risikolosen Basiszinssatz.

Im Gegensatz zu einer ex-post Ermittlung auf Basis historischer Gesamtmarkttrenditen lassen implizite, verschuldete Eigenkapitalkosten des Gesamtmarkts (implizite Gesamtmarkttrendite) eine vorausschauende Ermittlung von Eigenkapitalkosten und somit auch der impliziten Marktrisikoprämie zu.

Die impliziten Gesamtmarkttrenditen werden im Rahmen der Europa-Kapitalmarktstudie durch eine Ausprägung des Residualgewinnmodells berechnet:⁴

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

r_t = Eigenkapitalkosten zum Zeitpunkt t (verschuldet)

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

P_t = Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt t

B_t = Buchwert des Eigenkapitals zum Zeitpunkt t

g = prognostiziertes Gewinnwachstum (vereinfacht wird als nachhaltige Wachstumsrate das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank i.H.v. 2% angenommen)

Aufgrund der Covid-19-Krise ist die implizite Markttrendite von 7,8% zum 31.12.2019 auf 9,1% zum 31.3.2020 signifikant angestiegen und hat den stärksten kurzfristigen Anstieg im Zeitraum unserer Datenerhebung sowie mit Ausnahme der impliziten Markttrendite zum 31.12.2018 (9,2%) auch die höchste implizite Rendite dargestellt. Dies war auf den Rückgang der Marktkapitalisierungen bei gleichzeitig geringerem Rückgang der Analystenschätzungen zurückzuführen. Zum 30.6.2020 hat sich die implizite Gesamtmarkttrendite wieder normalisiert und liegt mit 7,3% auf dem niedrigsten Niveau im Betrachtungszeitraum. Die Gründe für den Rückgang der impliziten Markttrendite sind sowohl gestiegene Marktkapitalisierungen als auch abermalig reduzierte Analystenschätzungen.

Die implizite Marktrisikoprämie ist analog zur impliziten Markttrendite ebenfalls gesunken; aufgrund des leichten Rückgangs des Basiszinssatzes entspricht die Marktrisikoprämie zum 30.6.2020 gerundet ebenfalls 7,3%.

Die Volatilität ist infolge der Covid-19-Krise deutlich angestiegen, wie der EURO STOXX 50 Volatility Index im folgenden Chart verdeutlicht: Er stieg zu Beginn der Krise auf 85,62 und ist auch zum 30.6.2020 noch immer auf einem Niveau im obersten Quantil.

Aufgrund der hohen Volatilität ist es ratsam, bei Verwendung der Marktrisikoprämie aktuell nicht nur auf den Stichtagswert, sondern auf einen längerfristigen Durchschnittswert, zum Beispiel der letzten zwei bis drei Jahre, abzustellen.

⁴ Zur weiteren Detaillierung der Berechnung von impliziten Kapitalkosten siehe auch ValueTrust's Europa-Kapitalmarktstudie zum 31.6.2020.

Abb. 4 • STOXX Europe 600 Index und EURO STOXX 50 Volatility Index

Quelle: Eigene Darstellung

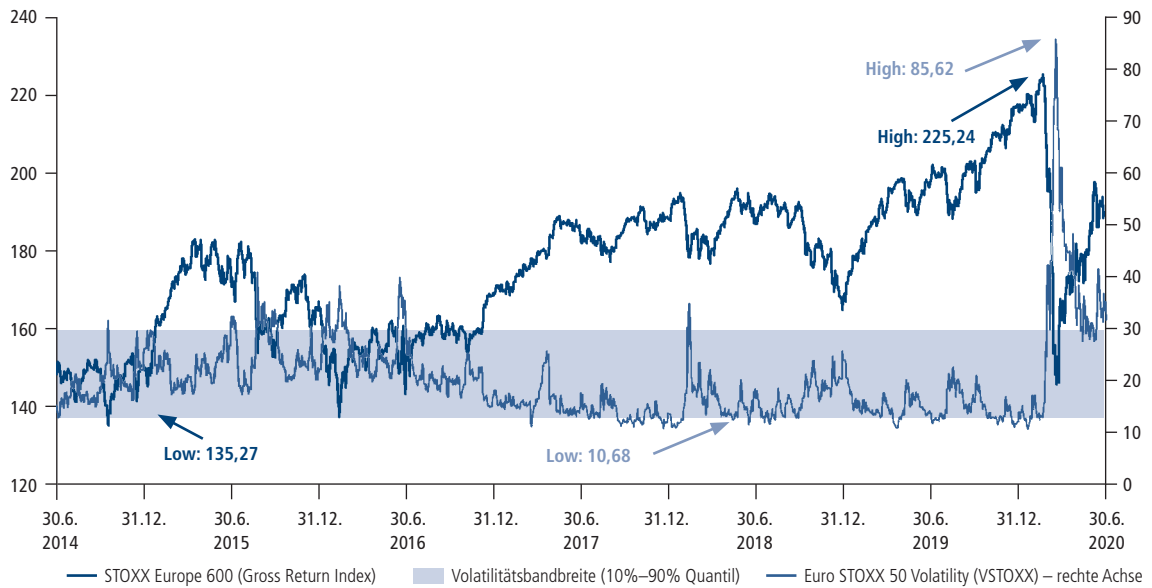
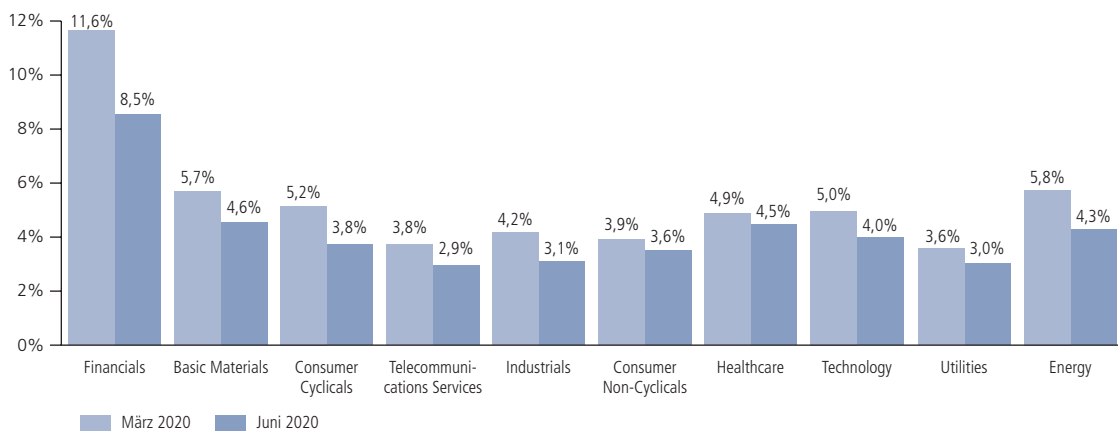


Abb. 5 • Unverschuldete, implizite Branchenrenditen in Europa*

*Die impliziten Branchenrenditen für Financials entsprechen den verschuldeten Branchenrenditen, da die Verschuldung einen inhärenten Bestandteil deren operativen Geschäftsmodells darstellt. Quelle: Eigene Darstellung



4. Implizite Eigenkapitalkosten der verschiedenen Sektoren

Die impliziten unverschuldeten Branchenrenditen können durch Adjustierung der Verschuldung (Relevern) auf den spezifischen Verschuldungsgrad eines Unternehmens in zukunftsgerichtete Eigenkapitalkosten eines Unternehmens umgewandelt werden und stellen damit eine Alternative beziehungsweise Ergänzung zum traditionellen CAPM dar.

Analog zur Ermittlung der impliziten Gesamtmarktrendite erfolgt die Ermittlung der branchenspezifischen impliziten Marktrenditen anhand einer Variante des Residualgewinnmodells. Darüber hinaus werden die verschuldeten impliziten Branchenrenditen in unverschuldete implizite Branchenrenditen anhand folgender Formel überführt:

$$r_E^V = r_E^U + (r_E^U - r_f) * \frac{FK}{EK} \text{ mit:}$$

r_E^V = verschuldete Eigenkapitalkosten

r_E^U = unverschuldete Eigenkapitalkosten

r_f = risikoloser Basiszinssatz

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

Mit Ausnahme der Financials, deren unverschuldete Eigenkapitalkosten aufgrund ihres Geschäftsmodells den verschuldeten entsprechen, weisen Unternehmen der Sektoren Basic Materials, Healthcare und Energy die höchsten unverschuldeten impliziten Eigenkapitalkosten zum 30.6.2020 auf. Die geringsten impliziten

Abb. 6 • Branchen-Multiplikatoren zum 30.6.2020, 31.3.2020 und 31.12.2019

Quelle: Eigene Darstellung

Sektor	EV/Umsatz 1yf			EV/EBIT 1yf			KGV 1yf		
	31.12.2019	31.03.2020	30.06.2020	31.12.2019	31.03.2020	30.06.2020	31.12.2019	31.03.2020	30.06.2020
Financials	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,2x	8,1x	12,0x
Basic Materials	1,7x	1,4x	1,8x	13,3x	11,2x	14,7x	16,5x	13,7x	18,5x
Consumer Cyclicals	1,3x	1,1x	1,3x	13,4x	12,1x	18,9x	14,3x	11,7x	19,7x
Telecommunications Services	2,2x	2,0x	2,0x	15,5x	13,9x	15,1x	13,7x	11,3x	13,5x
Industrials	1,5x	1,2x	1,6x	15,1x	12,6x	18,2x	17,5x	14,0x	21,0x
Consumer Non-Cyclicals	2,2x	1,9x	2,2x	15,8x	14,4x	16,3x	17,9x	16,3x	18,6x
Healthcare	3,7x	3,4x	3,7x	15,2x	13,9x	15,2x	17,4x	15,7x	17,3x
Technology	3,4x	2,8x	3,6x	17,4x	15,3x	20,5x	22,4x	19,0x	26,4x
Utilities	1,4x	1,3x	1,5x	13,7x	13,0x	14,8x	15,4x	13,5x	16,1x
Energy	0,8x	0,7x	0,7x	8,8x	10,6x	14,8x	11,5x	13,5x	19,0x
All	1,9x	1,7x	1,7x	13,7x	12,7x	15,5x	14,8x	12,6x	17,2x

Eigenkapitalkosten hingegen haben die Sektoren Telecommunication Services und Utilities. Dies deckt sich mit deren Betafaktoren, bei welchen der Sektor Energy den zweithöchsten Wert und die Sektoren Telecommunication Services und Utilities gemeinsam mit Consumer Cyclicals die geringsten Werte markieren.

5. Bewertungsniveaus des Gesamtmarkts und der verschiedenen Sektoren

Zusätzlich zur Anwendung von Kapitalwertkalkülen ist die Multiplikator-Methode eine effiziente Möglichkeit zur vergleichenden Schätzung von Unternehmens-„Preisen“ und wird, zum Beispiel im Rahmen von M&A-Transaktionen, häufig ergänzend angewandt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die auf Basis von Kapitalwertkalkülen ermittelten Unternehmenswerte insbesondere in Krisenzeiten zeitweise signifikant von den durch Multiplikatoren ermittelten Werten abweichen können. Um fundierte Investitionsentscheidungen zu treffen, empfiehlt sich jedenfalls die ergänzende Anwendung unterschiedlicher Bewertungsmethoden.

In der folgenden Tabelle werden die zukunftsgerichteten Umsatzmultiplikatoren (Enterprise Value (EV)/Umsatz), EBIT-Multiplikatoren (EV/EBIT) und Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) zum 30.6.2020 im Vergleich zum 31.3.2020 und zum 31.12.2019 dargestellt; die Bezugsgrößen (Umsatz, Gewinn bzw. EBIT) beruhen auf einjährigen Analystenschätzungen.

Durch die Erholung an den Aktienmärkten in Q2 2020 (STOXX Europe 600 ca. + 13%) sind auch die Multiplikatoren in diesem Zeitraum durchschnittlich deutlich angestiegen. Aufgrund überarbeiteter Analystenschätzungen sowie erfolgter Abschreibungen schlägt sich der Anstieg der Marktkapitalisierungen in den unterschiedlichen Multiplikatoren in unterschiedlichem Ausmaß nieder. Den stärksten Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse in Q2 2020 konnte der Sektor Consumer Cyclicals verzeichnen.

Viele Sektoren weisen zum 30.6.2020 eine höhere Bewertung nicht nur als zum 31.3.2020, sondern auch

als zum 31.12.2019 auf, was auf die Erholung des Kapitalmarkts sowie auf die geringeren Gewinnschätzungen für das Jahr 2021, welches noch von der Krise betroffen sein wird, zurückzuführen ist.

6. Zusammenfassung

Infolge der Covid-19-Krise ist der Basiszinssatz im ersten Halbjahr 2020 nahezu kontinuierlich gesunken und erreicht mit 0,06% ein historisches Tief. Gleichzeitig sind die Kapitalmärkte – trotz einer deutlichen Erholung seit Beginn der Krise – weiterhin sehr volatil, was in Bezug auf implizite Kapitalkosten und Marktrisiko-prämie ebenfalls zu starken Bewegungen führt.

Die Bewertungsniveaus haben sich im zweiten Quartal 2020 wieder normalisiert und liegen zum 30.6.2020 sogar in den meisten Branchen auf einem höheren Niveau als Ende 2019. Dies ist jedoch teilweise auf die Gewinnerwartungen für 2021 zurückzuführen, die noch von der Krise beeinträchtigt sein werden.

Insbesondere in volatilen Zeiten, wie wir sie aktuell vorfinden, ist es sinnvoll, Investitionsentscheidungen durch die Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden zu fundieren. Aufgrund der Volatilität an den Kapitalmärkten stellt die Anwendung von längerfristigen Durchschnittswerten (z.B. bei impliziten Kapitalkosten, der Marktrisiko-prämie oder Multiplikatoren) eine mögliche Alternative zu Stichtagswerten dar. ■



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