

# CFO *aktuell*

## Zeitschrift für Finance & Controlling

### **Topstory** Berichterstattung in Krisenzeiten

#### **Corporate Finance**

COVID-19, Kapitalkosten und Bewertungsniveaus

#### **Accounting**

IFRS @ COVID-19

#### **Management**

Kann die Planung mit der Realität Schritt halten?

Entscheidungsformen im Unternehmen

Kapitalmarktfähige Familienunternehmen

#### **Governance, Risk & Compliance**

Strategisches Risikomanagement

#### **Interview**

„Controlling in der Krise“

Das IGC Management-Board im Gespräch

# Einfluss der COVID-19-Krise auf Kapitalkosten und Bewertungsniveaus in Europa

## Fundierte Bewertung von Investitionsmöglichkeiten in Krisenzeiten

Marion Swoboda-Brachvogel



**Marion Swoboda-Brachvogel, MSc**

ist Director der ValueTrust Financial Advisors GmbH und leitet den Standort in Wien.

Die COVID-19-Krise hat nicht nur einen signifikanten Einfluss auf unser menschliches Miteinander, sondern auch auf die wirtschaftliche Situation. Die massiven Verwerfungen an den Börsen haben zu niedrigeren Bewertungsniveaus und damit zu einer Veränderung von impliziten Kapitalkosten und Bewertungsparametern geführt. Entscheidungsträger sollten diese neuen Rahmenbedingungen bei nun vermehrt erforderlichen Goodwill Impairment Tests berücksichtigen als auch bei der Beurteilung von Investitionsmöglichkeiten einbeziehen, um fundierte Investitionsentscheidungen abzuleiten.

### 1. Zielsetzung der Europa-Kapitalmarktstudie

ValueTrust publiziert seit 2018 halbjährlich die Europa-Kapitalmarktstudie, um Entscheidungsträgern eine umfassende Datenbasis für die Ermittlung von Kapitalkosten im Rahmen von Investitionsentscheidungen zu bieten. Die Europa-Kapitalmarktstudie basiert auf dem Aktienindex STOXX Europe 600 und leitet durch verschiedene Methoden Kapitalkosten und Bewertungsparameter ab:

- Sie enthält alle wesentlichen Kapitalkostenparameter (Basiszinssatz, Beta-Faktoren unterschiedlicher Branchen, Marktrisikoprämie) zur Anwendung des *Capital Asset Pricing Models* (CAPM),
- sie leitet implizite Eigenkapitalkosten für den Gesamtmarkt und für die unterschiedlichen, im Index enthaltenen Branchen aus zukunftsorientierten Gewinnschätzungen von Analysten ab,<sup>1</sup>
- sie stellt historische *Total Shareholder Returns* dar<sup>2</sup>
- und bietet eine Zusammenfassung der Bewertungsniveaus des Gesamtmarktes und der unterschiedlichen Branchen durch Börsenmultiplikatoren.

So werden Entscheidungsträgern zur Bewertung von Investitionen bzw Zielunternehmen Parameter zur Anwendung vier verschiedener Bewertungsansätze an die Hand gegeben.<sup>3</sup>

Die Analysen beinhalten alle Unternehmen des europäischen Aktienindex STOXX Europe 600 und somit zum 31. 3. 2020 600 Unternehmen aus zehn Branchen. Die Branchenzuordnung folgt der Klassifizierung von STOXX.

## 2. Bewertungsparameter des CAPM

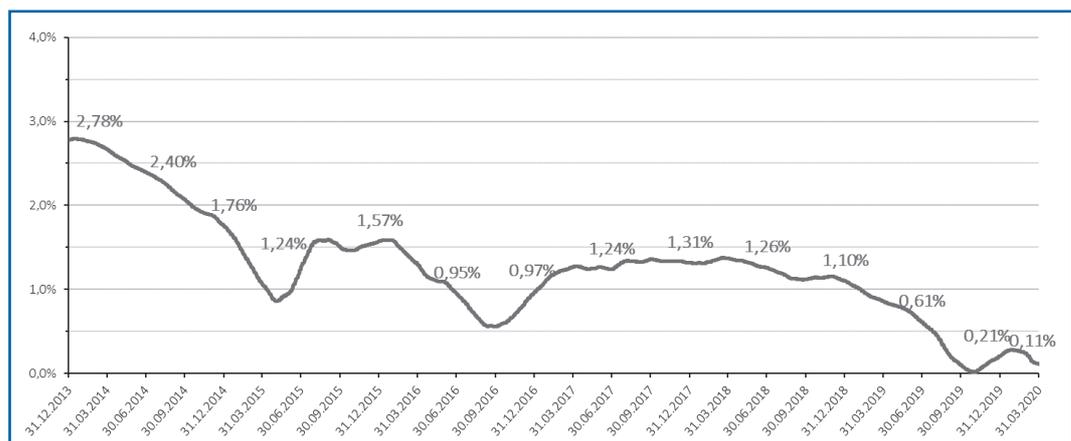
### 2.1. Europäischer Basiszinssatz

Der risikofreie Basiszinssatz wird aus langlaufenden Staatsanleihen europäischer Länder mit erstklassigem Rating abgeleitet. Zum 31. 3. 2020 waren in der Eurozone Deutschland, Luxemburg und die Niederlande AAA-gerated (*Standard & Poors*), sodass deren Staatsanleihen bestmöglich das Kriterium der Risikofreiheit erfüllten. Daher beruht die Ableitung des europäischen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve auf den von der *Europäischen Zentralbank* aggregiert veröffentlichten Kapitalmarktdaten dieser drei Länder.

Seit Beginn unseres Beobachtungszeitraums (31. 12. 2013) ist der europäische Basiszinssatz von 2,78 % auf 0,11 % nahezu kontinuierlich gesunken und befindet sich auf einem historischen Tief. Das weitere Sinken des Basiszinssatzes im ersten Quartal 2020 ist auf umfangreiche Maßnahmen der *Europäischen Zentralbank* zur Liquiditätsbereitstellung in Reaktion auf die COVID-19-Krise zurückzuführen.

### 2.2. Betafaktoren nach Branchen

Der Beta-Faktor im CAPM misst das systematische Risiko einer Anlagemöglichkeit und gibt somit wieder, in welchem Maße das unternehmensspezifische Risiko höher oder geringer als das Risiko des Gesamtmarktes (Beta=1) ist. Besitzt ein Unternehmen einen Beta-Faktor größer als 1, bedeutet dies



**Abb 1:** Entwicklung des Basiszinssatzes

folglich, dass das unternehmensspezifische Risiko höher als das Marktrisiko ist, ein Beta-Faktor geringer als 1 drückt dementsprechend ein geringeres Risiko als das des Marktes aus. Der Beta-Faktor beinhaltet einerseits das operative Risiko eines Unternehmens und andererseits dessen Verschuldungsrisiko, sodass der verschuldete Beta-Faktor eines Unternehmens in der Regel höher ist als sein unverschuldeter Beta-Faktor (mit Ausnahme eines unverschuldeten Unternehmens).

Im Rahmen der Europa-Kapitalmarktstudie wird auf aggregierte Branchen-Betas abgestellt, welche durch Regression historischer Aktienrenditen gegen den Aktienindex STOXX Europe 600 über einen Zeitraum von fünf Jahren ermittelt wurden.

Den höchsten unverschuldeten Betafaktor weist der Sektor *Energy* mit 0,78 auf, gefolgt von *Technology* (0,75). *Utilities* haben den niedrigsten unverschuldeten Betafaktor mit lediglich 0,44; nur wenig höher liegen die Betas von *Consumer Non-Cyclicals* und *Telecommunications Services* (jeweils 0,46) (siehe Tab 1).

### 2.3. Implizite Eigenkapitalkosten und Marktrisikoprämie des Gesamtmarkts

Die Marktrisikoprämie kann nicht direkt am Kapitalmarkt beobachtet werden, sondern ergibt sich nach dem CAPM als Differenz zwischen der Gesamtmarktrendite und dem risikolosen Basiszinssatz. Die Ermittlung impliziter, verschuldeter Eigenkapitalkosten des Gesamtmarkts, welche der impliziten Gesamtmarktrendite entsprechen, und das anschließende Abziehen des risikofreien Basiszinssatzes ermöglicht eine vorausschauende Ermittlung der impliziten Marktrisikoprämie.

Zur Berechnung impliziter Gesamtmarktrenditen wird eine Variante des *Residualgewinnmodells* herangezogen und nach den Eigenkapitalkosten wie folgt aufgelöst:<sup>4</sup>

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

$r_t$  = 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 iHv 2% angenommen).

Im Vergleich zum 31. 12. 2019 ist die implizite Gesamtmarktrendite von 7,8 % auf 9,1 % zum 31. 3. 2020 deutlich angestiegen und kennzeichnet mit Ausnahme der impliziten Marktrendite zum 31. 12. 2018 (9,2 %) das höchste Niveau während des Betrachtungszeitraums. Der Grund hierfür ist der deutliche Rückgang der Marktkapitalisierungen europäischer Unternehmen infolge der COVID-19-Krise und die damit einhergehenden

geringeren Bewertungsniveaus. Zusätzlich zum Anstieg der Gesamtmarktrendite trägt der weitere Rückgang des Basiszinssatzes zu einem Anstieg der impliziten europäischen Marktrisikoprämie bei, sodass diese von 7,6 % zum 31. 12. 2019 auf 9,0 % zum 31. 3. 2020 deutlich angestiegen ist.

Insgesamt haben sich somit die impliziten Eigenkapitalkosten europäischer Unternehmen durch die Effekte der Corona-Krise deutlich erhöht und reflektieren die aktuell vorherrschende hohe Unsicherheit und geringe Visibilität der Unternehmen. Somit geht das erhöhte wirtschaftliche Risiko mit höheren Eigenkapitalkosten einher (siehe Abb 2).

### 3. Implizite Eigenkapitalkosten der verschiedenen Sektoren

Die Ermittlung der branchenspezifischen impliziten Marktrenditen wird ebenso wie die Berechnung der Gesamtmarktrenditen anhand des Residualgewinnmodells durchgeführt. Anschließend wurden die impliziten verschuldeten Branchenrenditen in unverschuldete implizite Branchenrenditen anhand folgender Formel überführt:

$$r_E^V = r_E^U + (r_E^U - r_f) \times \frac{FK}{EK}$$

$r_E^V$  = verschuldete Eigenkapitalkosten

$r_E^U$  = unverschuldete Eigenkapitalkosten

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

Entscheidungssträger können aufbauend auf den impliziten unverschuldeten Branchenrenditen „ihrer“ Branche durch Adjustierung der Verschuldung (*Relevern*) auf ihr spezifisches Unternehmen zukunftsgerichtete Eigenkapitalkosten bestimmen. Dies stellt eine zum CAPM alternative Möglichkeit der Eigenkapitalkostenermittlung dar.

Mit Ausnahme der *Financials*, deren unverschuldete Eigenkapitalkosten aufgrund ihres Geschäftsmodells den verschuldeten entsprechen, haben Unternehmen des Sektors *Energy* die höchsten impliziten Eigenkapitalkosten. Im Gegensatz zu allen anderen Sektoren, deren implizite Eigenkapitalkosten im ersten Quartal 2020 allesamt gestiegen sind, ist die implizite Branchenrendite des *Energy*-Sektors jedoch im ersten Quartal 2020 leicht zurückgegangen. Dies ist auf den stärkeren Rückgang der Analystenschätzungen im Vergleich zu den Marktkapitalisierungen für diesen Sektor zurückzuführen (siehe Abb 3).

### 4. Bewertungsniveaus des Gesamtmarkts und der verschiedenen Sektoren

Im Rahmen einer fundierten Unternehmensbewertung werden typischerweise Kapitalwertkalküle (zB das *Discounted Cash Flow*-Verfahren) angewendet. Darüber hinaus bietet die Multiplikator-Methode eine einfache und zeiteffiziente Möglichkeit zur vergleichenden Schätzung von Unternehmens-„Preisen“, welche von den im Rahmen von Kapitalwertkalkülen bestimmten Unternehmenswerten zeitweise jedoch signifikant abweichen können.

Sektor	Verschuldetes Beta	Fremdkapitalquote	Credit Spread	Debt Beta	Unverschuldetes Beta
Financials	1,11	67%	1,78%	n.a.	n.a.
Basic Materials	1,02	35%	1,56%	0,20	0,73
Consumer Cyclicals	1,06	47%	1,78%	0,22	0,66
Telecommunications Services	0,66	58%	2,50%	0,31	0,46
Industrials	1,03	53%	1,56%	0,20	0,59
Consumer Non-Cyclicals	0,70	47%	1,56%	0,20	0,46
Healthcare	0,86	39%	1,22%	0,15	0,58
Technology	0,97	27%	1,22%	0,15	0,75
Utilities	0,68	57%	2,00%	0,25	0,44
Energy	1,10	37%	1,78%	0,22	0,78

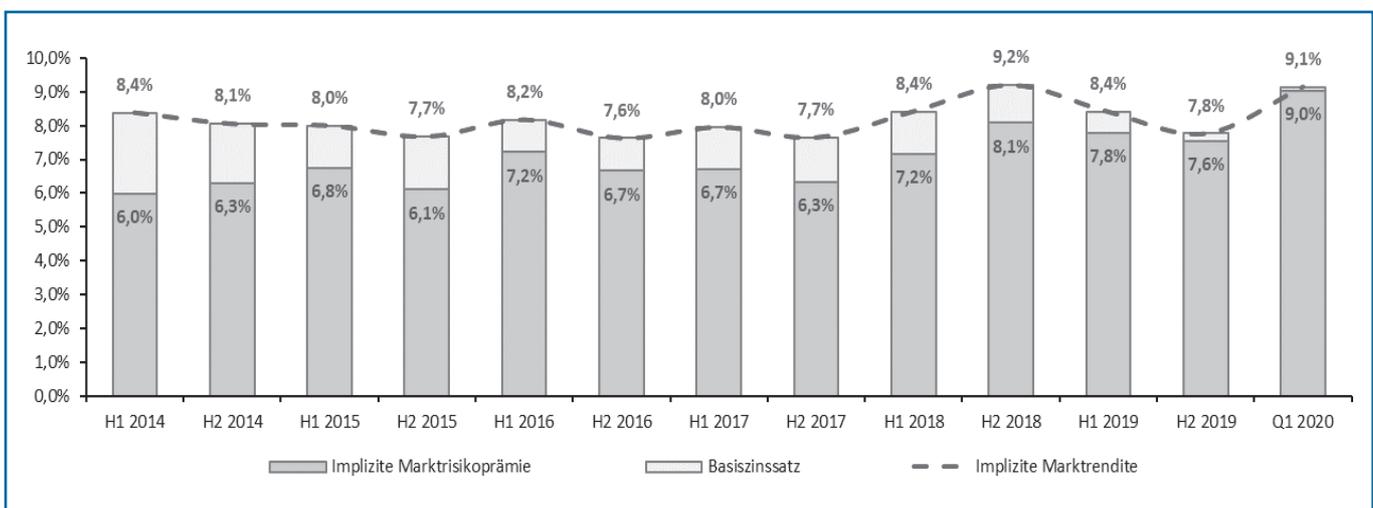
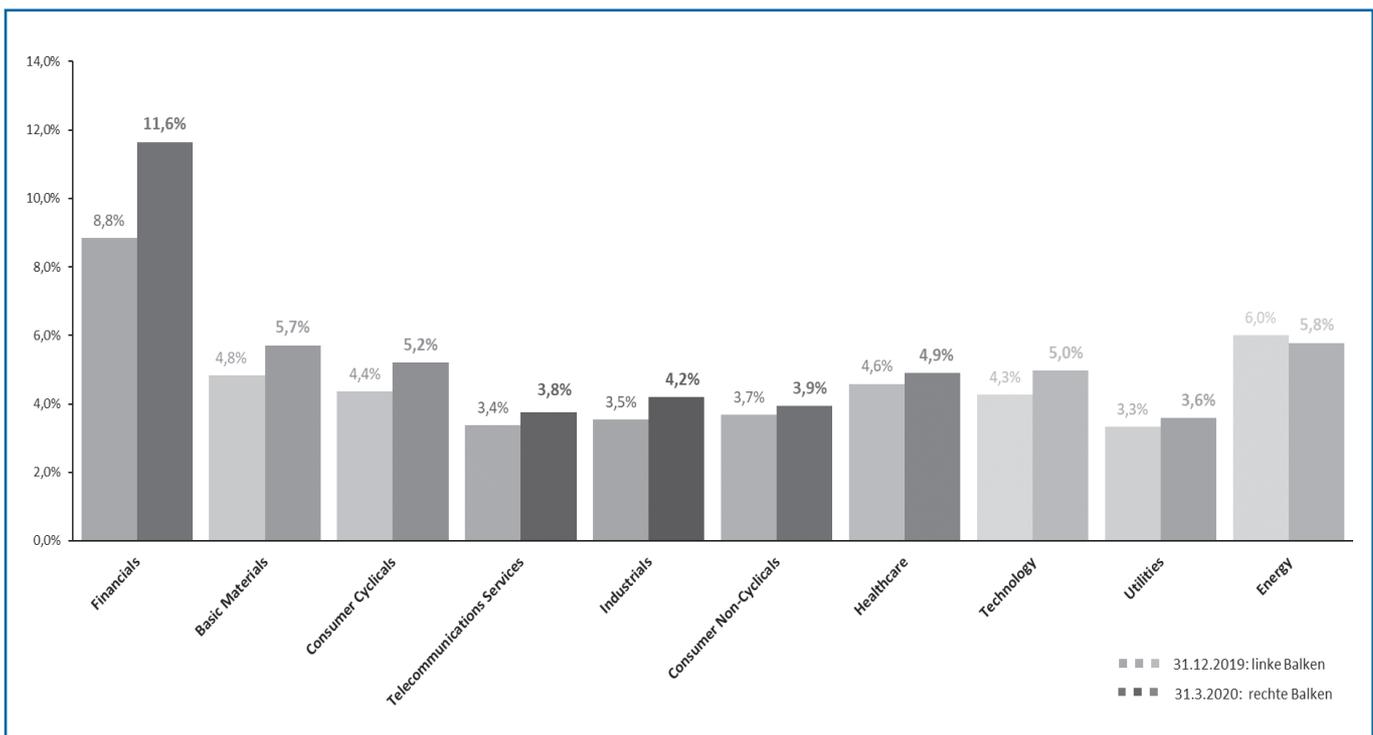
Tab 1: Verschuldete und unverschuldete Branchenbetas<sup>5</sup>

Abb 2: Implizite Marktrendite und implizite Markttrisikoprämie des STOXX Europe 600

Abb 3: Unverschuldete, implizite Branchenrenditen in Europa<sup>6</sup>

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

**Tab 2:** Branchen-Multiplikatoren in Europa zum 31. 3. 2020 vs 31. 12. 2019

Die Multiplikator-Methode wird in vielen Fällen zusätzlich zu Kapitalwertkalkülen angewandt, um ein abgerundetes Bild in der Bewertung eines Unternehmens zu erhalten. Gerade in volatilen Zeiten empfiehlt sich die Anwendung vielfältiger Bewertungsmethoden, um Sicherheit in der Beurteilung von Investitionsobjekten zu erhalten.

In Tab 2 werden die Umsatzmultiplikatoren (*Enterprise Value (EV)/Umsatz*), die EBIT-Multiplikatoren (*EV/EBIT*) und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) zum 31. 3. 2020 im Vergleich zum 31. 12. 2019 dargestellt. Die hier betrachteten Multiplikatoren sind zukunftsgerichtet (sog *Forward-Multiplikatoren*), da die Bezugsgröße (Umsatz, Gewinn bzw EBIT) auf einjährigen Analystenschätzungen basiert.

Es fällt auf, dass, trotz eines Rückgangs der ungewichteten, durchschnittlichen Marktkapitalisierungen der im STOXX Europe 600 enthaltenen Unternehmen in Q1 2020 um ca 26 %, der Rückgang der Multiplikatoren über diesen Zeitraum deutlich geringer ausfällt. Der Grund dafür liegt in der gleichzeitigen, jedoch im Vergleich zu den Marktkapitalisierungen weniger signifikanten, Reduktion der Analystenschätzungen für Umsätze und Gewinngrößen (ungewichteter, durchschnittlicher Gewinn pro Aktie ca -17 %), welche die Nenner der jeweiligen Multiplikatoren darstellen. Die einzige Ausnahme stellt der *Energy*-Sektor dar, dessen KGV und EV/EBIT-Multiplikatoren seit 31. 12. 2019 sogar gestiegen sind; dies weist auf eine im Vergleich zum Rückgang der Marktkapitalisierungen überproportionale Reduktion der Analystenschätzungen hin.

### Auf den Punkt gebracht

Die COVID-19-Krise hat einen signifikanten Impact auf die europäischen Kapitalmärkte:

- Durch die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank ist der Basiszinssatz in Q1 2020 weiter auf 0,11 % zum 31. 3. 2020 gesunken,

- die Verwerfungen an den Börsen haben trotz gleichzeitiger Reduktion von Analystenschätzungen zu niedrigeren Bewertungsniveaus geführt;
- dies spiegelt sich in höheren impliziten Eigenkapitalkosten und in einer höheren Marktrisikoprämie wider.

Die hohen Unsicherheiten in der aktuellen Krise führen somit zu erhöhten Eigenkapitalkosten und geringeren Multiplikatoren für nahezu alle Branchen. Dies bedeutet, dass die Bewertung eines Investitionsobjekts mit unverändertem Cashflow-Profil vor der Krise zu einem höheren Wert geführt hätte als dies nun inmitten der COVID-19-Krise der Fall ist. Entscheidungsträger sollten daher die geänderten Rahmenbedingungen und Bewertungsparameter bei der Beurteilung von Investitionsobjekten berücksichtigen, um fundierte, risikoadäquate Investitionsentscheidungen zu treffen. Die aktuelle Situation bietet für finanzstarke Strategen und Finanzinvestoren somit auch eine Chance, um interessante Zielunternehmen zu geringeren Bewertungsniveaus zu erwerben.

### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Zur Bedeutung impliziter Eigenkapitalkosten in der Unternehmensbewertung vgl *Aders/Aschauer/Dollinger*, Die implizite Marktrisikoprämie am österreichischen Kapitalmarkt, RWZ 6/2016, 195 ff.
- <sup>2</sup> Total Shareholder Returns werden in diesem Artikel nicht dargestellt.
- <sup>3</sup> Vgl *Pratt/Grabowski*, Cost of Capital, Wiley Finance<sup>5</sup>, 2014, 189 ff.
- <sup>4</sup> Zur weiteren Detaillierung der Ableitung der impliziten Kapitalkosten siehe auch ValueTrust's Europa-Kapitalmarktstudie zum 31. 3. 2020.
- <sup>5</sup> Da die Verschuldung bei *Financials* einen Bestandteil des operativen Geschäftsmodells darstellt, wurde kein unverschuldetes Beta ermittelt.
- <sup>6</sup> Die impliziten Branchenrenditen für *Financials* entsprechen den verschuldeten Branchenrenditen, da die Verschuldung einen Bestandteil des operativen Geschäftsmodells darstellt.



Jetzt 20 % sparen!

CFO aktuell-Jahresabo 2020  
(14. Jahrgang, Heft 1-6)

€ 137,60\*  
statt € 172,-\*

Jetzt Jahresabo 2020  
bestellen und 20 % sparen!

## Bestellformular Ja, ich bestelle

CFO aktuell-Jahresabo 2020  
(14. Jahrgang 2020, Heft 1-6)

EUR 137,60  
statt EUR 172,-

Name/Firma

Kundennummer

Straße/Hausnr.

PLZ/Ort

E-Mail/Telefon

Datum/Unterschrift

Ich stimme zu, dass die Linde Verlag GmbH meine angegebenen Daten für den Versand von Newslettern verwendet.  
Diese Einwilligung kann jederzeit durch Klick des Abbestelllinks in jedem zugesendeten Newsletter widerrufen werden.

Mit meiner Unterschrift erkläre ich mich mit den AGB und der Datenschutzbestimmung einverstanden. AGB: [lindeverlag.at/agb](http://lindeverlag.at/agb) | Datenschutzbestimmungen: [lindeverlag.at/datenschutz](http://lindeverlag.at/datenschutz).  
Preise Zeitschriften inkl. MwSt, zzgl. Versandkosten. Abbestellungen sind nur zum Ende eines Jahrganges möglich und müssen bis spätestens 30. November des Jahres schriftlich erfolgen.  
Unterbleibt die Abbestellung, so läuft das jeweilige Abonnement automatisch auf ein Jahr und zu den jeweils gültigen Abopreisen weiter. Preisänderungen und Irrtum vorbehalten.

Linde Verlag Ges.m.b.H  
Scheydgasse 24, 1210 Wien  
Handelsgericht Wien  
FB-Nr: 102235X, ATU  
14910701  
DVR: 000 2356

Jetzt bestellen: [lindeverlag.at](http://lindeverlag.at) [office@lindeverlag.at](mailto:office@lindeverlag.at) 01 24 630 01 24 630-23