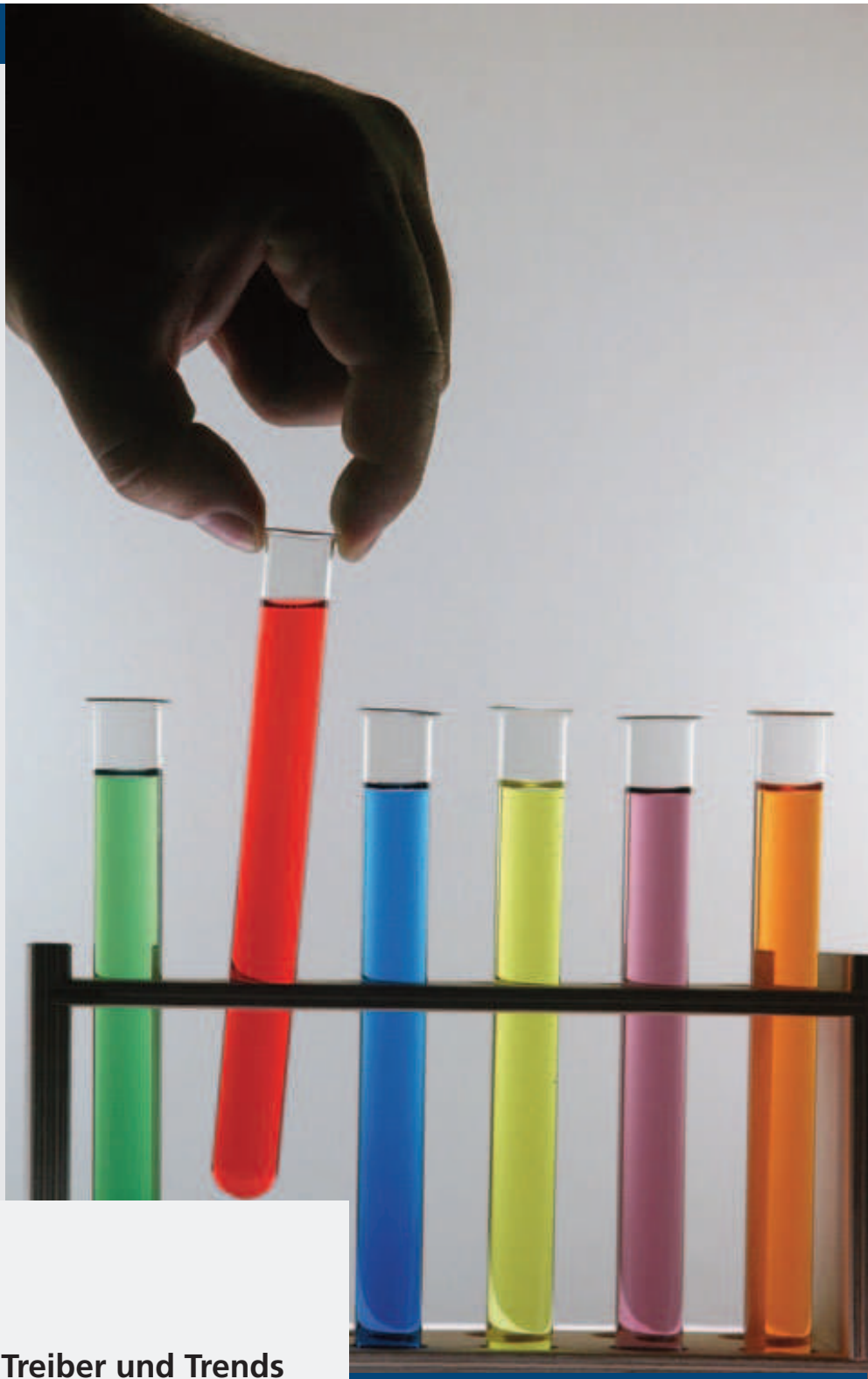
M&A REVIEW

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

www.ma-review.de

22. Jahrgang 9/2011



Standpunkt
M&A: Kann man das studieren?

Makro
M&A-Geschehen (bisher) nicht durch Krise(n) gefährdet – Deutsche M&A-Aktivitäten im 1. Halbjahr 2011

Strategien und Visionen
Erfolgreich umgesetzte Akquisitionsstrategie am Beispiel der Bausparkasse Wüstenrot

Bewertung und Kapitalmärkte
Terminal Value – Blick in eine Kristallkugel

Switzerland Column
Schweizer M&A-Markt im 1. Halbjahr 2011 – es geht wieder bergauf

Deal des Monats
Google kauft Motorolas Handysparte für 12,5 Mrd. US-$

Industry Special

Transaktionen in der Chemie: Treiber und Trends

GoingPublicMedia
AKTIENGESELLSCHAFT

Terminal Value – Blick in eine Kristallkugel oder die nachhaltigen Ergebnisse auf dem Prüfstand

Sven Fertmann, Stefan Herrmann & Dr. Ekaterina Lohwasser, Accuracy Deutschland GmbH, München

1. Einleitung

Im Rahmen von Unternehmenskäufen und Verkäufen kommt der Unternehmensbewertung eine entscheidende Rolle zu. Nicht selten scheitern Kaufverhandlungen an verschiedenen Wertvorstellungen der beteiligten Parteien. Wertüberlegungen finden sich allerdings bereits in den frühen Vorbereitungsphasen des M&A-Prozesses und dienen auch nach der Akquisition als Mittel zur Kontrolle des Erfolgs einer Transaktion.

Als theoretisch fundiertes Bewertungsverfahren wird im Rahmen von M&A-Transaktionen die DCF-Methode bevorzugt. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich demnach anhand des Barwerts der künftigen Free Cashflows für eine unbefristete Zeit. Grundsätzlich gilt: Ein Unternehmen hat – zumindest theoretisch – eine unbestimmte Lebensdauer. Folglich sind die Transaktionsbeteiligten gezwungen, sich systematisch mit der Unternehmenszukunft auseinanderzusetzen.

Weil die detaillierte Prognose der unendlichen Cashflows eines Unternehmens praktisch unmöglich ist, erfolgt die Unternehmensbewertung in der Regel in zwei Phasen. Dabei basiert eine Unternehmensbewertung auf den Planungsrechnungen des Unternehmens, die üblicherweise für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren erstellt werden (Detailplanungszeitraum). Für den Zeitraum danach wird der sogenannte Fortführungswert oder Terminal Value abgeleitet, der den Durchschnittswert der erwarteten unendlichen Cashflows des Unternehmens widerspiegeln soll. Hierfür werden die Letzteren mit den Kapitalkosten unter der Berücksichtigung eines „Wachstumsabschlags" auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

Eine zuverlässige Schätzung des Terminal Value ist für jede Bewertung von entscheidender Bedeutung, denn – zumindest rechnerisch – entfällt auf den Terminal Value je nach Industrie weit über die Hälfte des Gesamtwertes[1]. Der Terminal Value wird von den nachhaltigen Cashflows, dem Kapitalisierungszinssatz und der nachhaltigen Wachstumsrate bestimmt. Während in der Praxis meistens sehr viel Zeit und Aufwand für die exakte Ableitung der beiden letztgenannten Parameter aufgewendet wird, stellen wir im Rahmen unserer beruflichen Unternehmensbewertungstätigkeit fest, dass die Analyse der nachhaltig erzielbaren Cashflows oft vernachlässigt wird. Anstatt sich systematisch mit den einzelnen Werttreibern der nachhaltigen Cashflows auseinanderzusetzen, werden diese in der Regel stillschweigend auf den Ergebnissen und Cashflows des letzten Planungsjahres fortgeschrieben oder auf Basis der durchschnittlichen Cashflows des Detailplanungszeitraumes ermittelt. Da häufig – und insbesondere im Kontext von Unternehmenstransaktionen – sogenannte Hockey Stick-Effekte mit einem starken Anstieg der Profitabilität in den letzten Planjahren vorzufinden sind, stellt sich die Frage, ob die in der Praxis angewendete Vorgehensweise zur Ableitung der Cashflows im Terminal Value der Herausforderung wirklich gewachsen ist.

2. Empirische Beobachtungen – Wie der Terminal Value üblicherweise abgeleitet wird

Die Verwendung des DCF-Modells[2] bei der Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes stellt den Bewerter vor die Herausforderung der Prognose der Cashflows bis in die Unendlichkeit[3]:

$$MV = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \ldots \quad (1)$$

$$MV = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} \quad (2)$$

wobei:

MV *Unternehmenswert (Market Value)*
FCF *Freier Cashflow (Free Cash Flow)*
WACC *Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)*

1 Vgl. Platt, Harlan; Demirkan, Sebahattin, Platt, Marjorie: Perilous Forecasts: Implications of Reliance on Terminal Value, Corporate Finance Review, Vol. 14, No. 3, November-Dezember mit weiteren Verweisen.
2 Für andere Bewertungsmethoden gelten die Überlegungen analog.
3 Dies entspricht der sogenannten *Going Concern*-Prämisse.

Da die Detailprognosen für Jahrzehnte im Voraus nicht möglich sind, behilft sich die Unternehmensbewertungspraxis mit einem Konstrukt, das als *Zwei-Phasen-Modell* bekannt ist. Demnach wird der Unternehmenswert auf zwei Phasen verteilt:

$$MV = \sum_{i=1}^{T-1} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \sum_{i=T}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} \qquad (3)$$

Der zweite Term in Gleichung 3 entspricht dem Barwert der Cashflows nach der Detailprognosezeit und wird als Terminal Value bezeichnet. Unter der Annahme eines konstanten Wachstums mit einer Wachstumsrate *g* wird der Terminal Value wie folgt abgeleitet:

$$TV = \sum_{i=T}^{\infty} FCF_{T-1} \times \left(\frac{1+g}{1+WACC}\right)^i = FCF_{T-1} \times (1+g) \times \frac{1}{WACC-g} = \frac{FCF_T}{WACC-g} \qquad (4)$$

wobei:

TV *Fortführungswert (Terminal Value)*

g *erwartete Wachstumsrate des FCF*[4]

Diese Vorgehensweise ist in der Fachliteratur allgemein anerkannt und wird gewöhnlich in der Praxis eingesetzt[5].

Zur Veranschaulichung der in der Praxis üblichen Vorgehensweise im Hinblick auf die Ableitung des Terminal Value haben wir die jüngsten Bewertungsgutachten zu Fällen des aktienrechtlichen *Squeeze Out* in Deutschland analysiert[6]. Unsere Erkenntnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Abb. 1 • Ableitung des Terminal Value im Rahmen der jüngsten Squeeze Out-Fälle in Deutschland

Quelle: Eigene Analyse

- In sämtlichen Fällen wird zur Ableitung des Unternehmenswertes ein Zwei-Phasen-Modell angewandt. Für die Ermittlung des Terminal Value findet einheitlich das Gordon Growth-Modell Anwendung.
- Die Länge der Detailplanungsperiode variiert von einem bis zu sechs Jahren. Entsprechend diesen Zeiträumen werden die Bewertungsannahmen detailliert geplant und ausführlich im Bewertungsbericht dargestellt.
- Die Ableitung der zu diskontierenden nachhaltigen Ergebnisse erfolgt durch die Fortschreibung der Ergebnisse des letzten Planjahres beziehungsweise des Durchschnitts des Detailplanungszeitraums mit einer konstanten Wachstumsrate.
- Die verwendeten nachhaltigen konstanten Wachstumsraten liegen zwischen 1,0% und 1,75% und sind im internationalen Vergleich eher konservativ. Zu erkennen ist der starke Einfluss der deutschen Rechtsprechung.
- Ungeachtet der Relevanz der Wertkomponente Terminal Value finden sich im Bewertungsbericht in der Regel nur wenige „oberflächliche" Erläuterungen dazu. Der Fokus liegt auf der Ermittlung der nachhaltigen Wachstumsrate und/oder der Kapitalkosten einschließlich des Wachstumsabschlags.

Wenn bedacht wird, dass viele Unternehmensplanungen gerade in den letzten Planjahren einen erheblichen Anstieg von Umsatz und Profitabilität vorsehen (der sogenannte Hockey Stick-Effekt), so verwundert es, dass der Terminal Value häufig durch die Fortschreibung der Cashflows des letzten Planjahres ermittelt wird. Zudem sind die Erläuterungen, weshalb das letzte Planjahr als repräsentativ für die nachhaltige Entwicklung des Bewertungsobjektes angesehen werden kann, oft ungenügend. Ein Beispiel hierfür stellt die Beschreibung zur Ableitung des Terminal Value der *ComputerLinks AG* dar (vgl. Abb. 2).

Die Klärung der Frage, ob der im Terminal Value unterstellte Cashflow auch wirklich nachhaltig erzielbar ist, bleibt unbeantwortet. Dabei beträgt der Anteil des Terminal Value an dem Unternehmenswert der ComputerLinks AG erhebliche 73%[7].

3. Ein „neuer alter" Weg, über den Terminal Value nachzudenken

Die Gleichung 4 und ihre Umsetzung erscheinen auf den ersten Blick als sehr einfach und praktikabel. Wie oben gezeigt, verführt die Einfachheit der Formel den Anwender dazu, auf die systematische Analyse der entscheidenden Werttreiber nach der Detailplanungsphase zu verzichten. Um die praktischen Vorteile der obigen Gleichung nutzen, aber gleichzeitig die Cashflows im eingeschwungenen Zustand verlässlich und transparent bestimmen zu können, sind nach unserer Erfahrung die Modellierung einer Extrapolationsperiode sowie eine Analyse der Verzinsung des eingesetzten Kapitals (*Return on Capital Employed,* kurz *ROCE*) hilfreich.

Durch die Verlängerung des Planungszeitraums über die Detailplanung des Unternehmens hinaus kann auf

4 In der Praxis ist oft eine Vermischung der Wachstumsgrößen zu beobachten, die sich nicht nur – wie in der Theorie gefordert – auf Free Cash Flow beziehen, sondern auch beispielsweise auf Umsatz.

5 Das Modell geht auf die Arbeit von Gordon, Myron J./Shapiro, Eli (1956): Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, in: Management Science, Vol. 3, S. 102-110 zurück und ist unter der Bezeichnung Gordon Growth-Model bekannt. Dieses Modell unterstellt ein unendliches geometrisches Wachstum der Überschüsse mit einer konstanten Rate, welches durch einen Wachstumsabschlag vom Kalkulationszinsfuß erfasst wird.

6 Die Squeeze Out-Fälle stehen gezielt im Fokus unserer Betrachtung, denn sie gelten als öffentliche „Musterbeispiele" der Unternehmensbewertung. Zur Beantwortung der Frage der Angemessenheit der Abfindung wird bei einem Squeeze Out eine umfassende Unternehmensbewertung durchgeführt. Die Exponiertheit solcher Fälle (oder die Gefahr einer Gerichtsklage) erfordert die höchsten Anforderungen an die Bewertung. Über die Bewertungsergebnisse soll transparent und für einen Dritten nachvollziehbar in einem öffentlich verfügbaren Gutachten berichtet werden. Dies betrifft auch die Ableitung des Terminal Value.

7 Eigene Analyse.

Abb. 2 • Ableitung des Terminal Value der ComputerLinks AG

Quelle: Gutachterliche Stellungnahme über die Ermittlung des Unternehmenswertes der ComputerLinks AG zum 28. Juni 2010, Ebener, Stolz, Mönning, Bachem, S. 41

Nachhaltiges Ergebnis

„Für die Jahre 2016ff. haben wir ein Ergebnis angesetzt, das wir im langfristigen Durchschnitt für nachhaltig erzielbar ansehen. Ausgehend von dem Ergebnis des letzten Planjahres 2015 wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung in Höhe der Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben. Die Abschreibung des Planjahres 2015 wurde durch eine langfristige Reinvestitionsrate ersetzt. Diese stellt sicher, dass das vorhandene Anlagevermögen erhalten werden kann."

den nachhaltigen Cashflow im Terminal Value übergeleitet werden. Mittels der Einfügung einer Extrapolationsperiode zwischen dem Detailplanungszeitraum und dem Terminal Value wird eine schlüssige Überleitung von der Detailplanung des Unternehmens auf einen nachhaltig erzielbaren Cashflow vorgenommen. Dadurch können nicht nur Hockey Stick-Planungen realitätsnäher angepasst, sondern auch Sondersituationen wie stark zyklische Geschäfts- und Marktentwicklungen sachgerecht abgebildet werden. Kurzum: Die Extrapolationsphase ermöglicht einen sauberen, sanften Übergang zum nachhaltigen Gleichgewichtszustand, in dem sich für das Unternehmen in der Regel keine extrem hohen Übergewinne mehr erzielen lassen. Die Länge der Extrapolationsperiode beträgt meistens fünf bis zehn Jahre und richtet sich sowohl nach der aktuellen Umsatz- und Ertragssituation des Unternehmens (eingeschwungen/nicht eingeschwungen) als auch an der Länge des relevanten Produkt- und Konjunkturzyklus.

Da eine detaillierte Planung der Vermögens- und Ertragslage aufgrund ihrer Komplexität einen erheblichen Aufwand bedeutet, ist es erforderlich, die Extrapolationsphase möglichst einfach umzusetzen. Ein praktikabler Weg liegt in der Fortschreibung der wesentlichen Werttreiber (vgl. Abb. 3).

Aufgrund der direkten Beziehung zwischen dem Cashflow und der Kapitalrendite des eingesetzten Kapitals bietet sich hierfür die Kennzahl *ROCE* an. Ausgehend von der Definition des Cashflows als *NOPAT* abzüglich der Investitionen in das *Working Capital* und Anlagevermögen (*Capex*) lässt sich das Verhältnis zwischen dem *Freien Cashflow* und *ROCE* wie folgt verdeutlichen:

$$FCF_t = NOPAT - \Delta WCR - Capex + D\&A \quad (5)$$

$$FCF_t = NOPAT - g_t \times CE_{t-1} \quad (6)$$

wobei:

NOPAT *Operatives Ergebnis nach Steuern (Net Operating Profit After Tax)*
WCR *Nettoumlaufvermögen (Working Capital Required)*
D&A *Abschreibung (Depreciation & Amortization)*
CE *Eingesetzes Kapital (Capital Employed)*

Die Aussage der Gleichung 6 kann grafisch veranschaulicht werden (vgl. Abb. 4):

Abb. 3 • Extrapolationsphase in der Bewertung

Quelle: Eigene Darstellung

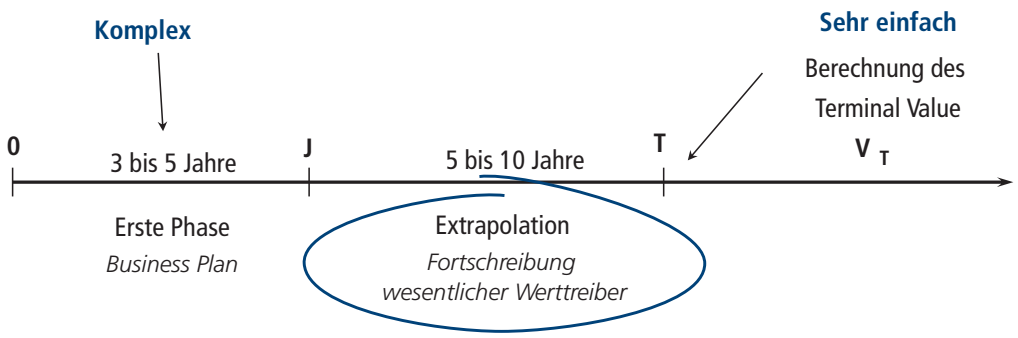
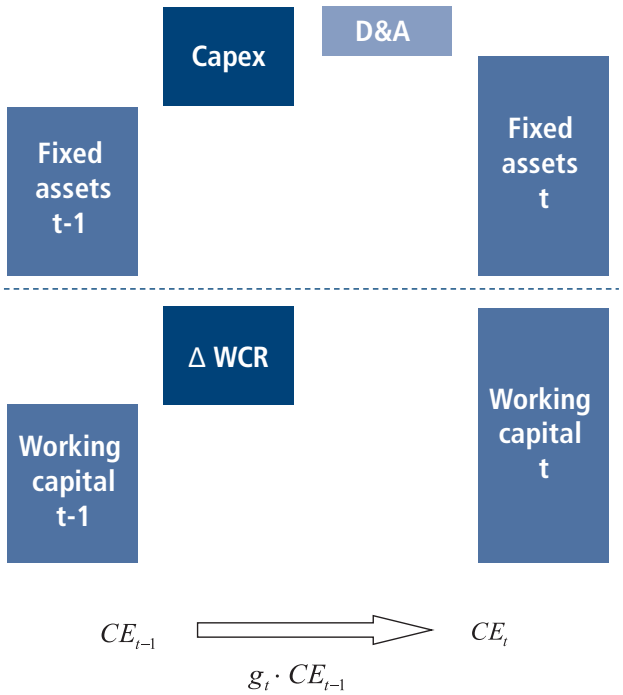


Abb. 4 • Entwicklung des Capital Employed

Quelle: Eigene Darstellung



Gleichzeitig soll das für das Management jedes Unternehmens zielweisende Verhältnis zwischen der *Kapitalrendite* und der *Umsatzrentabilität* sowie dem *Kapitalumschlag* berücksichtigt werden:

$$ROCE_t = \frac{NOPAT_t}{Fixed \cdot Assets_{t-1} + Working \cdot Capital_{t-1}} = \frac{NOPAT_t}{CE_{t-1}} \quad (7)$$

$$ROCE_t = net\ op.\ margin \times asset\ turnover \quad (8)$$

$$ROCE_t = \frac{NOPAT_t}{turnover_t} \times \frac{turnover_t}{CE_{t-1}} \quad (9)$$

Nach Auflösung der Gleichung 9 nach *NOPAT* und dem Einsetzen in die Gleichung 6 gilt Folgendes:

$$FCF_t = ROCE_t \times CE_{t-1} - g \times CE_{t-1} = CE_{t-1} \times (ROCE_t - g) \quad (10)$$

Daran wird deutlich, dass der durchschnittliche nachhaltige Cashflow – und somit auch der Terminal Value – nicht ausschließlich und automatisch von der Wachstumsrate g und dem Cashflow der letzten Planperiode, sondern vielmehr von dem eingesetzten Kapital und der Differenz der Kapitalrendite *ROCE* und der Wachstumsrate *g* abhängt. Die Formel 10 besagt, dass für die Ableitung des nachhaltigen Cashflow die Nettoverzinsung des eingesetzten Kapitals *CE* mit einer über die Wachstumsrate *g* hinausgehenden Kapitalrendite *ROCE* zu berücksichtigen ist. Somit ist während der Extrapolationsphase ausschließlich die Analyse dieser drei Werttreiber notwendig.

4. Was tun in der Unternehmensbewertungspraxis?

Untenstehend verdeutlichen ausgewählte Praxisbeispiele, wie die Ableitung des Terminal Value mit Hilfe der Extrapolationsperiode und unter der Anwendung der Formel 10 umgesetzt werden kann.

(1) Fallbeispiel „Hoher Übergewinn"

In Abbildung 5 ist die Bewertung eines Unternehmens aus dem Bereich der Unterhaltungselektronik dargestellt. Das zu bewertende Unternehmen erwirtschaftet zum Bewertungsstichtag aufgrund einer innovativen Technologie und einer starken Marke eine außerordentlich hohe Kapitalrendite *ROCE*, die weit über den Kapitalkosten des Unternehmens liegt.

Im vorliegenden Fall ist es erkennbar nicht sachgerecht, die ewige Rente auf Basis des letzten Planjahres ohne weitere Analysen zu ermitteln. Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass eine derart hohe Überrendite mittel- bis langfristig Wettbewerber anziehen wird, die von der attraktiven Renditemöglichkeit partizipieren wollen. In unserer Bewertung wird daher während der Extrapolationsperiode auf einen nachhaltig erzielbaren Cashflow mittels Anpassung der Kapitalrendite *ROCE* übergeleitet.

Zur Verteidigung seines Marktanteils und seines Wettbewerbsvorsprungs müsste das zu bewertende Unternehmen erhebliche Investitionen tätigen, zum Beispiel in immaterielle Vermögenswerte wie Technologie oder Marke. Andernfalls würde der stärker werdende Wettbewerb zu geringeren Marktanteilen oder geringeren Preisen führen. Beides hätte zur Folge, dass die Kapitalrendite *ROCE* sinkt. Zur Ableitung der Cashflows in der Nachhaltigkeit haben wir die Kapitalrendite *ROCE* daher im Verlauf der Extrapolationsperiode auf ein nachhaltig erzielbares Niveau herabgesenkt. Für die Bestimmung eines nachhaltig erzielbaren *ROCE*-Niveaus greifen wir in der Regel auf Benchmarking-Studien zurück, die darüber Aufschluss geben, wie hoch die Kapitalrendite von vergleichbaren Unternehmen oder Branchen ist. Dabei wird nicht nur der Durchschnitt, zum Beispiel einer Branche, betrachtet, sondern auch, wie sich die Kapitalrenditen der erfolgreichsten Unternehmen oder der Underperformer einer Branche darstellen. Je nach Einordnung des zu bewertenden Unternehmens auf Basis einer Stärken-Schwächen-Analyse kann auf diese Weise eine für das Bewertungsobjekt passende (Ziel-) Kapitalrendite abgeleitet werden.

(2) Fallbeispiel „Bewertung eines Wachstumsunternehmens"

In einem anderen Fall wird ein Handelsunternehmen bewertet, das während des Planungszeitraumes expandiert und weitere Filialen eröffnet. Diese Entwicklung spiegeln die in Abbildung 6 dargestellte hohe Wachstumsrate des *CE* und die investitionsbedingten negati-

Abb. 5 • Extrapolation ROCE

Quelle: Eigene Darstellung

Extrapolation basierend auf dem ROCE										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TV 2017
NOPAT-Marge	10,2%	10,9%	11,2%	11,0%	10,6%					
Kapitalumschlag	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3					
ROCE	**32,6%**	**36,0%**	**37,1%**	**38,2%**	**36,9%**	**35,0%**	**30,0%**	**25,0%**	**20,0**	**15,0%**
CE zu Jahresbeginn	500	545	589	612	624	634	643	653	663	673
CE Wachstum gegenüber Vorjahr	9,0%	8,0%	4,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Freier Cashflow	**118**	**152**	**195**	**222**	**221**	**212**	**183**	**153**	**123**	**91**

Abb. 6 • Extrapolation auf Basis der NOPAT-Marge

Quelle: Eigene Darstellung

Extrapolation basierend auf der NOPAT-Marge										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TV 2017
NOPAT-Marge	5,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,0%
Kapitalumschlag	2,2	2,0	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
ROCE	**11,0%**	**4,9%**	**6,0%**	**7,4%**	**9,4%**	**11,0%**	**12,2%**	**13,4%**	**14,6%**	**14,6%**
CE zu Jahresbeginn	500	625	725	819	901	964	979	993	1.008	1.023
CE Wachstum gegenüber Vorjahr	25,0%	16,0%	13,0%	10,0%	7,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Freier Cashflow	**(70)**	**(69)**	**(51)**	**(22)**	**22**	**91**	**105**	**118**	**133**	**135**

ven Cashflows wider. Bis eine neue Filiale nachhaltige Umsätze erwirtschaftet, vergehen nach Auskünften des Managements vier Jahre. Da auch im letzten Planjahr 2012 noch in neue Filialen investiert wird, die erst ab dem Jahr 2016 ihr übliches Profitabilitätsniveau erreicht haben, ist das Ergebnis des letzten Planjahres nicht als Basis für die Ableitung der ewigen Rente geeignet.

Zur sachgerechten Ableitung nachhaltiger Cashflows haben wir in der Extrapolationsperiode die *NOPAT*-Marge über den Zeitraum von vier Jahren angepasst, um ab dem Jahr 2017 einen im Durchschnitt nachhaltig erzielbaren Cashflow auf Basis einer angemessenen Kapitalrendite *ROCE* abbilden zu können. Zu diesem Zweck haben wir das Wachstum des Kapitals *CE* über die Extrapolationsperiode konstant auf der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate belassen.

(3) Fallbeispiel „Absinken des Marktwachstums"

Mittels unseres Ansatzes kann auch die Zyklizität eines Unternehmens oder Marktes angemessen(er) in der Bewertung reflektiert werden. So wurde von uns bei dem in Abbildung 7 dargestellten Beispiel ein Unternehmen aus dem Bereich erneuerbare Energien bewertet, das in den vergangenen Jahren ein durch die Marktentwicklung getriebenes signifikantes Wachstum erzielt hat. Für die kommenden Jahre rechnet das Management des Unternehmens mit einer Verlangsamung des Wachstums.

Um das erwartete langsame Abklingen des Marktwachstums auf ein nachhaltiges Wachstumsniveau abzubilden, haben wir eine Anpassung des Wachstums des *CE* vorgenommen. Während in den ersten Jahren aufgrund des starken Wachstums noch investiert werden musste und negative Cashflows erzielt wurden,

Abb. 7 • Extrapolation auf Basis des Wachstums des CE

Quelle: Eigene Darstellung

Extrapolation basierend auf dem Wachstum des CE										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TV 2017
NOPAT-Marge	5,9%	5,9%	5,6%	5,5%	5,4%					
Kapitalumschlag	4,3	3,7	3,4	3,2	3,2					
ROCE	**25,7%**	**22,1%**	**19,3%**	**17,6%**	**17,3%**	**17,0%**	**17,0%**	**17,0%**	**17,0%**	**17,0%**
CE zu Jahresbeginn	500	650	813	991	1.190	1.344	1.452	1.524	1.570	1.594
CE Wachstum gegenüber Vorjahr	30,0%	25,0%	22,0%	20,0%	13,0%	8,0	5,0%	3,0%	1,5%	1,5%
Freier Cashflow	**(22)**	**(19)**	**(22)**	**(24)**	**51**	**121**	**174**	**213**	**243**	**247**

führt die Verlangsamung des Wachstums über die Extrapolationsperiode zu nachhaltig erzielbaren Cashflows. Dabei haben wir unterstellt, dass die Kapitalrendite *ROCE* konstant bleibt.

(4) Fallbeispiel: „ROCE < WACC"

Vereinzelt gibt es Fälle, in denen die Rentabilität des eingesetzten Kapitals *ROCE* deutlich unter den Kapitalkosten des Bewertungsobjektes liegt – auch bei positiven Ergebnissen oder Cashflows. Dies deutet darauf hin, dass das eingesetzte Kapital nicht die eigenen Kosten erwirtschaftet und somit Wert vernichtet wird.

Handelt es sich bei dem Bewertungsobjekt um einen Geschäftsbereich eines Unternehmens, sind die Synergien, die im Zusammenspiel mit anderen Geschäftsbereichen generiert werden, zu untersuchen. Einige Produkte erwirtschaften beispielsweise geringe Kapitalrenditen, ermöglichen aber dadurch den Verkauf von Dienstleistungen eines anderen Geschäftsbereiches, die eine hohe Kapitalrendite aufweisen.

Sollte allerdings ein Gesamtunternehmen eine Kapitalrendite aufweisen, die die Kapitalkosten unterschreitet, so ist gegebenenfalls ein Liquidationswert anzusetzen. Alternativ müsste überprüft werden, ob das Unternehmen restrukturiert werden muss, um nachhaltig eine Rendite zu erwirtschaften, die mindestens den Kapitalkosten entspricht. In diesem Fall könnte über die Extrapolationsperiode auf eine angemessene Kapitalrendite *ROCE* übergeleitet werden, bei der von der Fortführung des Unternehmens (going concern) auch tatsächlich ausgegangen werden kann.

5. Zusammenfassung

Auch wenn die Ergebnisse bei Anwendung eines Zwei-Phasen-Modells nicht zwingend falsch sein müssen, so ergeben sich durch die Analyse wesentlicher Werttreiber wie *ROCE*, *NOPAT*-Marge und Kapitalumschlag wichtige Informationen zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung und zur Ableitung eines Unternehmenswertes. Hierfür ist die Analyse des *ROCE* von Vergleichsunternehmen oder eines branchenüblichen *ROCE* im Rahmen einer Benchmarking-Analyse unerlässlich: Diese dient nicht nur zur Plausibilisierung der im Terminal Value angesetzten FCF, sondern kann vom Management auch zur Einordnung der eigenen Ertragskraft im Vergleich zum Wettbewerb genutzt werden. Zudem ist es zielführender, im Rahmen der Bewertung mit dem Management über eine angemessene Kapitalrendite zu diskutieren als über nachhaltige Reinvestitionsraten, die oft nur schwer eingeschätzt werden können.

Durch die Berücksichtigung einer Extrapolationsperiode und die Analyse der wesentlichen Werttreiber kann die Bestimmung der nachhaltigen Cashflows im DCF-Modell somit präziser dargestellt werden und nicht nur bei Sondersituationen zu einer besseren Einschätzung der nachhaltigen Ertragskraft des Unternehmens führen. Aufgrund der hohen Bedeutung des Terminal Value in Relation zum Gesamtunternehmenswert ist dies unerlässlich, auch und gerade in Transaktionen, in denen eine zuverlässige Bewertung den Schlüssel zum erfolgreichen Abschluss darstellt.

Sven Fertmann, Associate, begleitet seit über zwei Jahren internationale Mandanten und Private Equity-Häuser bei Unternehmenstransaktionen im Rahmen von Unternehmensbewertungen oder Financial Due Diligences.
Stefan Herrmann, Director, leitet bei Accuracy in Deutschland den Bereich Unternehmensbewertung und verfügt über mehr als elf Jahre Erfahrung in der Beratung internationaler Unternehmen. Er ist auf die Bewertung von Unternehmen und immateriellen Vermögenswerten sowie die Quantifizierung von Schadensersatzansprüchen im Zusammenhang mit Rechtsstreitigkeiten spezialisiert.
Dr. Ekaterina Lohwasser, Senior Manager, ist seit über sieben Jahren auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung tätig und zudem auf die Bewertung geistigen Eigentums spezialisiert. Darüber hinaus berät sie ebenfalls bei betriebswirtschaftlichen Fragen im Zusammenhang mit Rechtsstreitigkeiten.