



Net Debt / EBITDA = Nettofinanzverschuldung im Verhältnis zum EBITDA der letzten vier Quartale  
 TV/TEV = Barwert des Terminal Value („TV“ oder auch Fortschreibungswert) im Verhältnis zum berechneten Unternehmenswert (Enterprise Value)

## Unternehmensprofil

Die Henkel AG & Co. KGaA ist ein weltweit führendes Unternehmen mit Hauptsitz in Düsseldorf und blickt auf eine fast 150-jährige Erfolgsgeschichte zurück. Henkel ist im DAX gelistet und beschäftigt rund 47.000 Mitarbeitende, von denen etwa 83 Prozent außerhalb Deutschlands tätig sind. Das Unternehmen ist in zwei zentralen Geschäftsbereichen aktiv: Adhesive Technologies und Consumer Brands. Im Bereich Adhesive Technologies ist Henkel globaler Marktführer für Klebstoffe, Dichtstoffe und Funktionsbeschichtungen, die sowohl in industriellen Anwendungen als auch für Handwerker und Verbraucher eingesetzt werden. Der Bereich Consumer Brands umfasst ein breites Portfolio an Konsumgütern, darunter Wasch- und Reinigungsmittel sowie Haarpflegeprodukte, die weltweit in zahlreichen Märkten und Kategorien führend sind.

## Management

Der Vorstandsvorsitzende (CEO) von Henkel ist Carsten Knobel. Er verfügt über umfassende Erfahrung im Unternehmen und hat verschiedene leitende Positionen innegehabt, bevor er 2020 die Rolle des CEO übernahm. Der Chief Financial Officer (CFO) ist Marco Swoboda. Er ist seit 1997 bei Henkel tätig und hat breite internationale Erfahrung, unter anderem als Leiter des Finanzbereichs in der Region Asien-Pazifik und als Corporate Senior Vice President Finance. Beide Vorstandsmitglieder bringen langjährige Expertise in den Bereichen Strategie, Finanzen und internationales Management mit.

## Wachstum

Wachstumspotenziale sieht Henkel insbesondere in den Geschäftsfeldern Mobilität & Elektronik, Verpackungen & Konsumgüter sowie Handwerk, Bau & Gewerbe im Bereich Adhesive Technologies. Hier profitiert das Unternehmen von Megatrends wie E-Mobilität, Konnektivität und Nachhaltigkeit. Im Bereich Consumer Brands wird das Wachstum vor allem durch das Haarpflegegeschäft, insbesondere die Marke Schwarzkopf, sowie durch Innovationen und die konsequente Weiterentwicklung des Portfolios getragen.

## Stagnierende Geschäftsfelder

Stagnation ist vor allem in einzelnen Regionen und Segmenten des Wasch- und Reinigungsmittelgeschäfts zu beobachten, insbesondere in Nordamerika. Auch in der Kosmetik- und Körperpflege ist das Wachstum im Vergleich zu anderen Bereichen moderater, da der Wettbewerb in diesen Märkten sehr intensiv ist und Henkel hier hinter einigen Wettbewerbern zurückliegt.

## Marktvolumen und Marktentwicklung

Das für Henkel relevante Gesamtmarktvolumen erstreckt sich über zahlreiche Branchen und Regionen. Im Bereich Adhesive Technologies bedient Henkel mehr als 100.000 Kunden in über 800 Industriesegmenten weltweit. Für integrierte Komponenten im Fahrzeugbau wird in den kommenden Jahren ein Marktwachstumspotenzial von mehr als 20 Prozent erwartet. Im Konsumgüterbereich sind die Märkte für Waschmittel und Haarpflegeprodukte in vielen Regionen stabil bis wachsend, wobei insbesondere das Premiumsegment und innovative Produkte überdurchschnittliche Wachstumsraten aufweisen.

## Besondere Sachverhalte

Für die Bewertung von Henkel spielen die starke Marktposition in beiden Geschäftsbereichen, die globale Präsenz, das breite und diversifizierte Markenportfolio sowie die Innovationskraft eine zentrale Rolle. Die konsequente Ausrichtung auf Nachhaltigkeit und die Fähigkeit, auf globale Megatrends wie Digitalisierung und Klimawandel zu reagieren, sind weitere relevante Faktoren. Hinzu kommen gezielte Akquisitionen, die das Portfolio stärken und neue Wachstumsmöglichkeiten erschließen.

### **Aktuelle Herausforderungen**

Henkel steht vor spezifischen Herausforderungen wie einem intensiven Wettbewerbsumfeld, insbesondere im Konsumgüterbereich, sowie der Notwendigkeit, das Portfolio weiter zu fokussieren und zu verschlanken. Zudem beeinflussen geopolitische Unsicherheiten, volatile Rohstoffpreise und regionale Nachfrageschwankungen das Geschäft. In Nordamerika ist die Entwicklung im Wasch- und Reinigungsmittelgeschäft herausfordernd, was eine Anpassung der Strategie erfordert.

### **Aktuelle Strategie**

Henkel setzt auf eine ganzheitliche Wachstumsagenda, die auf Innovation, Nachhaltigkeit und Portfoliofokussierung basiert. Im Bereich Adhesive Technologies wird die Marktführerschaft durch Investitionen in Forschung, Entwicklung und gezielte Akquisitionen weiter ausgebaut. Im Bereich Consumer Brands liegt der Fokus auf der Stärkung der Kernmarken, der Einführung innovativer Produkte und der konsequenten Umsetzung von Portfoliomaßnahmen. Gleichzeitig werden Investitionen in Marketing und Digitalisierung erhöht, um die Wettbewerbsfähigkeit und das Umsatzwachstum nachhaltig zu sichern.

### **SWOT-Analyse**

#### **Stärken**

- Henkel verfügt über eine starke globale Markenpräsenz und ein breit diversifiziertes Produktportfolio in den Bereichen Klebstoffe, Wasch- und Reinigungsmittel sowie Haarpflege.
- Das Unternehmen ist Innovationsführer im Bereich Adhesive Technologies und hält in zahlreichen Segmenten eine marktführende Position.
- Henkel profitiert von einer soliden finanziellen Basis und einer hohen operativen Effizienz, die kontinuierliche Investitionen in Forschung, Entwicklung und Digitalisierung ermöglicht.
- Die konsequente Ausrichtung auf Nachhaltigkeit und die Fähigkeit, sich an globale Megatrends anzupassen, stärken die Wettbewerbsfähigkeit.

#### **Schwächen**

- Im Konsumgüterbereich, insbesondere bei Wasch- und Reinigungsmitteln in Nordamerika, ist das Wachstumspotenzial begrenzt und die Wettbewerbsintensität hoch.
- Die Profitabilität in einzelnen Segmenten wird durch Preisdruck und volatile Rohstoffkosten beeinträchtigt.
- Die Integration von Akquisitionen und die kontinuierliche Portfolioanpassung stellen hohe organisatorische Anforderungen dar.
- In einigen Märkten ist die Markenbekanntheit im Vergleich zu lokalen Wettbewerbern weniger ausgeprägt.

#### **Chancen**

- Die wachsende Nachfrage nach nachhaltigen und innovativen Produkten eröffnet neue Marktpotenziale, insbesondere im Premiumsegment.
- Die Digitalisierung und Automatisierung von Produktions- und Vertriebsprozessen bieten Effizienzgewinne und neue Geschäftsmodelle.
- Die Expansion in aufstrebende Märkte und die gezielte Stärkung des Portfolios durch Akquisitionen ermöglichen zusätzliches Wachstum.
- Megatrends wie E-Mobilität, erneuerbare Energien und Urbanisierung schaffen neue Anwendungsfelder für Klebstofftechnologien.

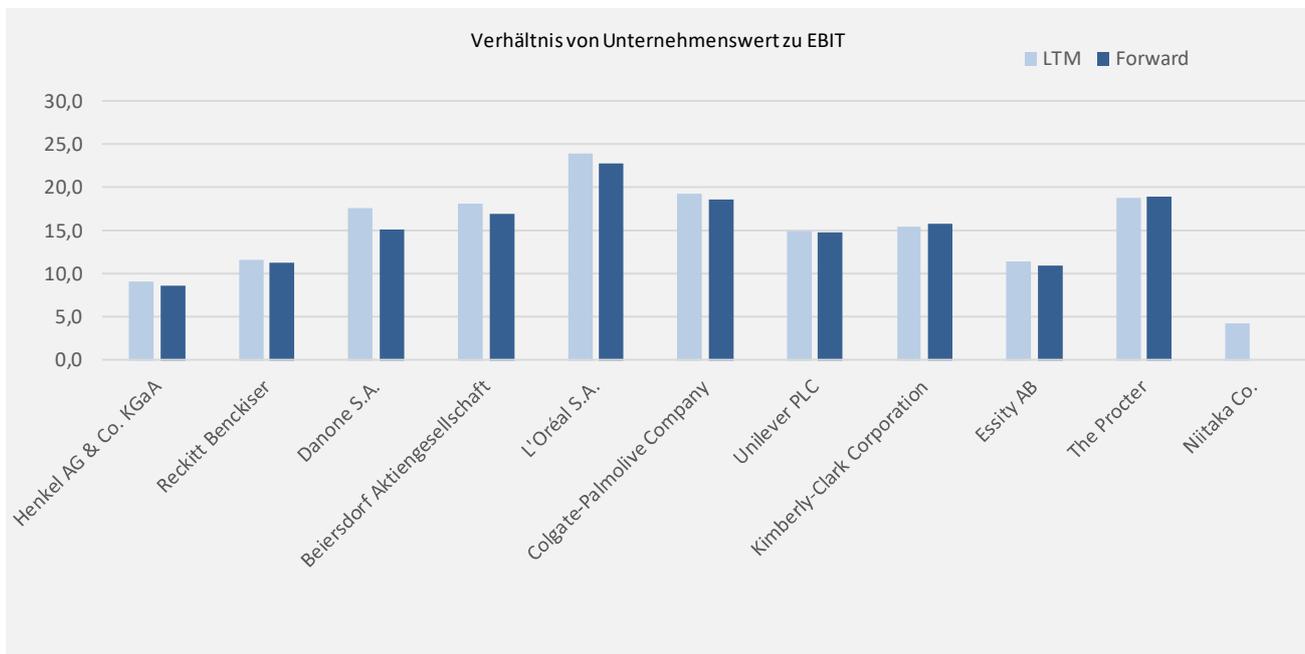
#### **Risiken**

- Geopolitische Unsicherheiten und globale Lieferkettenstörungen können die Geschäftsentwicklung negativ beeinflussen.
- Schwankende Rohstoffpreise und Währungseffekte erhöhen die Kostenvolatilität und erschweren die Planungssicherheit.
- Die starke Abhängigkeit von bestimmten Märkten und Segmenten birgt das Risiko von Umsatzrückgängen bei Marktsättigung oder Nachfragerückgang.
- Strengere regulatorische Anforderungen, insbesondere im Bereich Nachhaltigkeit und Chemikalienrecht, können zu erhöhtem Anpassungsaufwand führen.

**Bewertungsmultiplikatoren im Vergleich zur Peer-Group**

Multiplikatoren	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	Henkel AG & Co. KGaA	Reckitt Benckiser	Danone S.A.	Beiersdorf Aktiengesellschaft	L'Oréal S.A.	Colgate-Palmolive Company	Unilever PLC	Kimberly-Clark Corporation	Essity AB	The Procter	Niitaka Co.
<b>TEV/EBITDA</b>											
Letzter JA	7,5	10,4	13,4	14,7	20,6	16,4	13,3	11,4	8,3	16,5	3,8
LTM	7,5	10,4	13,4	14,7	20,6	16,4	13,3	11,6	8,3	16,3	3,3
Forward	7,0	10,1	11,8	13,6	19,2	16,4	12,8	12,4	8,1	16,6	
<b>TEV/EBIT</b>											
Letzter JA	9,1	11,6	17,7	18,2	24,0	19,4	14,9	14,9	11,4	19,0	5,2
LTM	9,1	11,6	17,7	18,2	24,0	19,4	14,9	15,5	11,5	18,7	4,3
Forward	8,7	11,3	15,2	17,0	22,8	18,6	14,8	15,7	11,0	19,0	
<b>KGV (normalisiert)</b>											
Letzter JA	15,6	16,9	28,5	32,1	36,9	32,2	23,6	23,2	17,8	30,6	13,7
LTM	15,6	16,9	28,5	32,1	36,9	32,2	23,6	23,6		30,1	11,3
<b>Kurs / Buchwert EK</b>											
Letzter JA	1,3	4,8	2,7	3,2	6,1	NM	7,2	52,3	2,1	7,6	0,9
LTM	1,3	4,8	2,7	3,2	6,1	NM	7,2	39,9		7,1	0,9

Kennziffern	Henkel AG & Co. KGaA	Reckitt Benckiser	Danone S.A.	Beiersdorf Aktiengesellschaft	L'Oréal S.A.	Colgate-Palmolive Company	Unilever PLC	Kimberly-Clark Corporation	Essity AB	The Procter	Niitaka Co.
<b>Umsatzwachstum p.a.</b>											
LTM/LTM-1	0,3%	-3,0%	-0,9%	4,3%	5,6%	3,3%	1,9%	-3,1%	0,0%	-0,2%	6,1%
über 2 Jahre	-1,8%	-1,0%	-0,5%	5,8%	6,6%	5,8%	0,6%	-1,3%	4,5%	1,8%	11,5%
über 3 Jahre	2,5%	2,3%	4,1%	8,9%	10,4%	4,9%	5,0%	-0,1%	4,2%	1,8%	10,4%
<b>EBIT-Marge</b>											
Letzter JA	14,0%	24,3%	11,7%	13,8%	20,0%	21,1%	18,5%	15,9%	13,2%	24,9%	6,5%
LTM	14,0%	24,3%	11,7%	13,8%	20,0%	21,1%	18,5%	15,6%	13,1%	25,4%	7,5%



- TEV = „Total Enterprise Value“ (Unternehmenswert „cash & debt free“ gemäß aktueller Bewertung an der Börse)
- letzter JA = der zuletzt veröffentlichte Jahresabschluss
- LTM = „Last Twelve Months“ (Summe der letzten 4 veröffentlichten Quartale, ermöglicht die meist aktuelle Jahresbetrachtung)
- Forward = Schätzwert für die laufende Periode
- EK = Eigenkapital (Buchwert)

Historische Ertragskraft und DCF-Modell

Historie	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	18.089	18.714	20.029	19.899	20.114	19.250	20.066	22.397	21.514	21.586	21.686	22.246	22.570
Entw.	10,1%	3,5%	7,0%	-0,6%	1,1%	-4,3%	4,2%	11,6%	-3,9%	0,3%	0,5%	2,6%	1,5%
EBIT	2.817	3.089	3.307	3.329	3.164	2.241	2.582	2.157	2.473	3.018	3.209	3.317	3.454
/Umsatz	15,6%	16,5%	16,5%	16,7%	15,7%	11,6%	12,9%	9,6%	11,5%	14,0%	14,8%	14,9%	15,3%
<b>Prognose</b>	LTM	LTM+1	LTM+2	LTM+3	LTM+4	LTM+5	LTM+6	LTM+7	LTM+8	LTM+9	LTM+10	ewig	Median
Umsatz	21.586	21.686	22.106	22.428	23.148	23.520	24.058	24.580	25.117	25.698	26.316	26.950	23.789
Entw.	0,3%	0,5%	1,9%	1,5%	3,2%	1,6%	2,3%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,2%
EBIT	3.022	2.888	2.966	3.089	3.178	3.219	3.283	3.344	3.407	3.475	3.547	3.633	3.251
/Umsatz	14,0%	13,3%	13,4%	13,8%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,6%
Sonst	-238	-257	-263	-270	-276	-283	-289	-296	-304	-311	-318	-326	-286
Steuer	-691	-700	-809	-844	-869	-879	-896	-913	-929	-947	-967	-990	-888
S-Quote	24,8%	26,6%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
EBIT-T		1.931	1.894	1.975	2.033	2.057	2.097	2.135	2.174	2.217	2.262	2.317	2.077
Entw.		-7,7%	-1,9%	4,3%	2,9%	1,2%	1,9%	1,8%	1,8%	2,0%	2,1%	2,4%	1,9%
Nettoinvestitionen		-153	-118	-263	-136	-197	-191	-196	-212	-226	-232	-383	-197
Umsatzzuwachs/Reinvest		0,7	3,6	1,2	5,3	1,9	2,8	2,7	2,5	2,6	2,7	1,7	2,6
FCFF		1.777	1.776	1.712	1.897	1.861	1.907	1.939	1.962	1.990	2.031	1.934	1.902
R-Rate		7,0%	5,5%	11,7%	5,9%	8,4%	8,0%	8,1%	8,6%	8,9%	9,0%	14,5%	8,2%
ROCE		31,1%	30,1%	30,2%	30,6%	30,2%	30,0%	11,0%	29,7%	29,5%	29,3%	28,7%	30,1%
WACC		7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%
PV TV	19.739	21.157	22.680	24.314	26.068	27.952	29.975	32.148	34.482	36.988	39.681	= Terminal	
PV FCFF	12.967	1.658	1.546	1.389	1.436	1.313	1.254	1.188	1.120	1.058	1.006	R-Rate	14,5%
TEV	32.706	33.299	33.918	34.651	35.254	35.941	36.636	37.352	38.102	38.881	39.681	"g"=i(rf)	2,4%
TEV/EBIT	6,5	7,3	7,6	7,9	8,2	8,7	9,1	9,6	10,1	10,6	11,2	TV = FCFF/(wacc-g)	
Unternehmenswert schuldenfrei			32.706	Kapitalkosten EUR		Hinweise und Erläuterungen							
Liquide Mittel		3.469		i (rf)	2,4%	<p><b>Umsatz und EBIT der Historie</b> sind den veröffentlichten Berichten der Unternehmen zu entnehmen. Das Verhältnis von EBIT zu Umsatz ist die sog. EBIT-Marge. Die drei Folgejahre mit der Endung e basieren auf Analystenschätzungen für die Fiskaljahre. Die <b>Prognosen von YCV</b> setzen auf die aktuellen Finanzdaten des Unternehmens auf. Basis der <b>Umsatzprognosen</b> ist daher eine Addition der Umsätze der letzten 4 Quartale (LTM). Fällt das Datum des letzten Quartalsberichtes auf das Datum des Fiskaljahres, entspricht der <b>Umsatz LTM</b> (Last Twelve Month) dem Umsatz gemäß letztem Jahresabschluss. Die <b>Umsätze</b> werden anhand der gewählten jährlichen <b>Wachstumsraten</b> prognostiziert. Die <b>EBIT-Reihe</b> der Prognose ermittelt sich auf Basis der gewählten jährlichen <b>EBIT-Marge</b>. Die <b>Position "Sonst"</b> beinhaltet Positionen, die im operativen EBIT nicht enthalten sind. Vorgenanntes kann erfolgen, sofern die Historie unentwegt jährliche Sondereffekte ausweist. Die <b>Steuerzahlungen</b> ergeben sich auf Basis der gewählten Steuerquoten (S-Quote). Da die Bemessungsbasis <b>EBIT-T</b> den steuerlich abzugsfähigen Zinsaufwand nicht inkludiert, wird im Diskontierungsfaktor methodengerecht ein sog. "<b>Tax-Shield</b>" berücksichtigt. <b>Nettoinvestitionen</b> umfassen Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, saldiert um Abschreibungen und Amortisation. Unternehmensakquisitionen sind darin enthalten. <b>FCFF</b> ist der resultierende freie Cashflow vor Zins- und Tilgungszahlungen des Unternehmens und steht den Kapitalgebern (Aktionäre und Fremdkapitalgeber) zur Verfügung.</p> <p>Haftungsfreizeichnung: Die Unterlage stellt keinerlei Empfehlung dar.</p>							
Handelbare langfristige Wertpapiere (Marktwert) Fremdkapital		-4.209		ERP adj.	6,8%								
Finanzforderungen				Beta	0,80								
Anteile Minderheitsgesellschafter		-90		Aufschla									
Langfristige Passive Abgrenzungen /				i EK	7,8%								
Ungedeckte Pensionsrückstellungen		-273		i FK	4,1%								
Verlorene Rechtsstreitigkeiten				Steuer	29,9%								
Wert Eigenkapitaloptionen				i FK - T	2,9%								
Wert Beteiligungen und Finanzinvestitionen		180		Wert EK	27.181								
Wert des Eigenkapitals 100%		31.783		Wert FK	4.209								
Umsatzverteilung Industrien			Umsatzverteilung Regionen										
Household Products	51%	Europe		37%									
Household Products	49%	India, Middle East, ,		11%									
		North America		28%									
		Latin America		8%									
		Asia-Pacific		16%									
		Corporate		1%									

Invest. Kapital = Investiertes Kapital = Eigenkapital plus Zinstragende Verbindlichkeiten abzüglich liquider Mittel und abzüglich Goodwill  
 Nettoinvestitionen = Saldo aus Investitionen und Abschreibungen/Amortisationen (direkt)  
 = Veränderung des investierten Kapitals von einer Periode zur nächsten Periode (indirekt)

## Erläuterungen zur Unternehmensbewertung (DCF-Modell)

Die Bewertung der börsennotierten Henkel AG erfolgt in EUR.

### 1. Historische Geschäftsentwicklung

In den letzten drei Fiskaljahren veränderte sich der Umsatz um 11,6%, -3,9% und zuletzt 0,3%. Im Verlauf der letzten 10 Jahre betrug das Umsatzwachstum durchschnittlich 2,8% pro Jahr (CAGR). Die mittlere EBIT-Marge betrug in diesem Zeitraum 14,8%, über die letzten 5 Jahre hingegen 11,7% (Median). Der gesamte Steueraufwand im Verhältnis zur EBIT-Reihe (Steuerquote) betrug über die letzten 10 Fiskaljahre 20,8% (Steueraufwand/EBIT). Insgesamt hat das Unternehmen über die letzten 10 Jahre 11,2% des erwirtschafteten EBIT-T netto (Investitionen abzüglich Afa/Amortisation) reinvestiert (Reinvestitionsquote).

### 2. Aktuelle Ergebnisse

Auf Basis der letzten 4 Quartalsberichte erzielte das Unternehmen EUR 21.586 Mio. Jahresumsatz und erwirtschaftete EUR 3.022 Mio. operatives Ergebnis (EBIT). Dies entspricht einer EBIT-Marge von 14,0%. Das Verhältnis von Steueraufwand zu EBIT betrug 24,8% (effektive Steuerquote).

### 3. Analystenmeinungen

Bezogen auf das Fiskaljahr per 31.12.24 erwarten professionelle Analysten für die nächsten 3 Fiskaljahre ein Umsatzwachstum von 0,5%; 2,6% und 1,5% (Median Consensus). Die EBIT-Marge für die nächsten drei Fiskaljahre wird in der Mitte aller Analysten auf 14,8%; 14,9% und 15,3% prognostiziert. Demnach würde das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern im Fiskaljahr 2027e EUR 3.454 Mio. betragen (EBIT). Professionelle Analysten sehen Zielkurse für die Aktie zwischen EUR 74,00 und EUR 98,00, der Median beträgt EUR 82,00.

### 4. Planungsprämissen

Ausgangspunkt unserer Prognose für das DCF-Modell ist der zitierte Jahresumsatz in Höhe von EUR 21.586 Mio. (LTM). Das Umsatzwachstum für die ersten drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) beziffert YCV mit 0,5%; 1,9% und 1,5%. YCV hat die Wachstumsraten der Analysten nicht übernommen, sondern im Hinblick auf die eingeschätzte Unternehmensentwicklung angepasst. Für die weiteren Planungsperioden (LTM+3 bis LTM+10) bis zur ewigen Rente unterstellen wir jährliche Umsatzveränderungen zwischen minimal 1,6% und maximal 3,2%. Für die ewige Rente orientiert sich unsere Wachstumsrate am risikolosen Zins im EUR in Höhe von derzeit 2,4%, der aus unserer Sicht beste Indikator für das langfristige Wirtschaftswachstum. Unsere Überlegungen zur Entwicklung des Geschäftsvolumens führen zu einem geschätzten Umsatz in Höhe von EUR 26.316 Mio. in 10 Jahren.

Für die ersten drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) halten wir EBIT-Margen in Höhe von 13,3%; 13,4% und 13,8% für angemessen. Für die ewige Rente vertreten wir eine EBIT-Marge in Höhe von 13,5%, EBIT würde demnach im eingeschwungenen Zustand EUR 3.633 Mio. betragen. Vor dem Hintergrund wiederholter Positionen unterhalb der EBIT-Reihe in der Historie, korrigieren wir EBIT um EUR -2.867 Mio. Sondereffekte, verteilt über die 10 Planungsperioden.

Wir berücksichtigen die zukünftigen Steuerzahlungen mit Hilfe von Prozentsätzen auf die sich resultierende EBIT-Reihe, also dem Ergebnis vor Finanzierungszinsen. Es ist Teil der Bewertungsmechanik, steuerlich abzugsfähige Zinsen in der Bemessungsgrundlage (EBIT) unberücksichtigt zu lassen, da dies im Diskontierungsfaktor abgebildet wird. Unter Berücksichtigung der Historie und etwaigen Verlustvorträgen halten wir für die drei Planungsperioden (LTM+1 bis LTM+3) effektive Steuerquoten von 26,6%; 29,9% und 29,9% für angemessen. Entlang unseres konservativen Ansatzes unterstellen wir ab LTM+4 eine lineare Entwicklung der Steuerquote bis zum Grenzsteuersatz am Unternehmenssitz Deutschland von 29,9%.

Eine dezidierte Investitionsplanung (Capex) steht Außenstehenden nicht zur Verfügung, eine Prognose von Abschreibungen und Amortisation wäre nicht sinnvoll möglich. Vielmehr berechnet das DCF-Modell von YCV zukünftig notwendige Nettoinvestitionen im Einklang mit der erwarteten Unternehmensentwicklung. Nettoinvestitionen umfassen Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen inkl. Unternehmenskäufe, saldiert um Abschreibungen und Amortisation. Vorgenanntes ist der Grund, warum YCV die Prognose einer EBITDA-Reihe als Zwischenschritt grundsätzlich unterlässt, es wäre eine Scheingenaugkeit.

Die zukünftigen Nettoinvestitionen kalkulieren wir im vorliegenden Fall mit Hilfe der Kennziffer Umsatz/Kapital:

Unternehmensumsatz steht in einem Verhältnis zum gebundenen Kapital (Kennziffer: Umsatz/Kapital). Das gebundene Kapital ermittelt sich aus einer Formel: Gebundenes Kapital = Zinstragende Verbindlichkeiten + Eigenkapital - liquide Mittel - Goodwill. Die Kennziffer drückt aus, wieviel Kapital bei vorgegebenem Umsatz gebunden/investiert sein muss. Da im DCF-Modell Umsatzprognosen vorliegen, kann das (implizit) gebundene Kapital berechnet werden. Die Veränderung von einer Periode zur

nächsten Periode macht die jährlichen Nettoinvestitionen aus. Typischerweise liegt die Kennziffer Umsatz/Kapital zwischen 0,1 und 5,0 (je nach Anlageintensität der jeweiligen Industrie). Je niedriger die Kennziffer ausfällt, desto mehr ist bei gegebenem Umsatz zu investieren. Beträgt die Kennziffer z.B. 3,0 (Umsatz/Kapital), so sind für EUR 100 Umsatz EUR 30 zu investieren.

Im vorliegenden Fall wurden die zukünftig notwendigen Nettoinvestitionen wie folgt berechnet:

Das DCF-Modell prognostiziert eine Veränderung des Umsatzes über 10 Jahre um 21,9% (Umsatz LTM+10 / Umsatz LTM -1). Wir unterstellen damit ein im Zeitablauf wachsendes Geschäftsvolumen und berücksichtigen notwendige Nettoinvestitionen. Das für die Planung auserwählte Verhältnis Umsatz/Kapital (LTM+10) beträgt 2,74. Die Auswahl erfolgt nach Analyse der Unternehmenshistorie (statistische Relevanz) im Vergleich zu Industriebenchmarks. Für die Planungsperioden werden die Umsatzzuwächse durch die Kennziffer Umsatz/Kapital dividiert. Die Berechnung lautet: (EUR 26.950 - EUR 21.686 Mio.) / 2,74. Für die nächsten 10 Jahre ergibt sich eine Gesamtsumme von EUR 1.924 Mio. für plausibel notwendige Nettoinvestitionen. Die Reinvestitionsquote beträgt damit 8,1% (Nettoinvestitionen / EBIT-T). In Folge haben wir uns mit Aussagen von Analysten über anstehende Investitionen beschäftigt. Nach Würdigung der Consensus-Schätzungen werden final übernommen EUR: 1.924 Mio. Die Reinvestitionsquote beträgt sodann 8,1%. Das gebundene Kapital würde Ende LTM+10 demnach EUR 9.129 Mio. betragen. Die begründet notwendigen Nettoinvestitionen verteilen wir über die 10 Planungsperioden unter Berücksichtigung der jährlich unterstellten Umsatzentwicklung.

#### 5. Fortschreibungswert (Terminal Value)

Das DCF-Modell kalkuliert die freien Cashflows vor Finanzierung (FCFF) für jede der 10 Planungsperioden und berücksichtigt sodann einen Fortschreibungswert. Gemäß Bewertungslehre unterstellt YCV den ewigen Fortbestand des Unternehmens. Wir verweisen auf die einschlägige Literatur (geringer Barwert weit in der Zukunft liegender Cashflows). Den sog. Terminal Value berechnen wir mit der methodisch anerkannten Formel: Terminal Value = ewiger Cashflow / (WACC - Wachstumsfaktor g). Im vorliegenden Fall wird berechnet: Terminal Value = EUR 1.934 Mio. / (7,3% - 2,4%) = EUR 39.681 Mio. (Unternehmenswert vor Finanzierung in 10 Jahren). Die Wachstumsrate "g" orientiert sich am risikolosen Zins. Der im Bewertungsergebnis enthaltene Barwert des Terminal Value beträgt durch die Abdiskontierung (nur) EUR 19.739 Mio.

#### 6. Diskontierungsfaktoren

Einführung:

Ein Zahlungseingang heute kann mit einer festen jährlichen Verzinsung angelegt werden, eine solche (gegenüber dem Erwerb einer Aktie alternativen) Investition wird im Zeitablauf immer mehr wert. Umgekehrt ist ein in der Zukunft liegender Zahlungsstrom heute weniger wert, daher werden in einem DCF-Modell die erwarteten Cashflows auf den Bewertungsstichtag abdiskontiert (Barwert). Der verwendete Diskontierungsfaktor begründet die Renditeerwartung der Kapitalgeber, in Abhängigkeit des aktuellen Zinsniveaus und dem einzupreisenden Risiko im konkreten Fall. Der Diskontierungsfaktor wird zunächst durch den Währungsraum determiniert, dieser muss mit der Währung der Cashflows übereinstimmen. Zudem gilt: Je höher das Risiko, desto höher der Zinssatz. Im vorliegenden Fall verwenden wir einen Diskontierungsfaktor in Höhe von 7,2% (LTM), dessen mathematische Herleitung wir nachstehend erläutern und begründen. Unter Berücksichtigung erwarteter Verschuldungsquoten passen wir den Diskontierungszins im Zeitablauf bis 7,3% für die ewige Rente an. YCV verwendet das in Theorie und Praxis meist verbreitete DCF-Modell nach dem Entity-Ansatz, demnach werden die Cashflows vor Kapitaldienst mit gewichteten Kapitalkosten diskontiert.

Mathematische Herleitung und Begründung der verwendeten Diskontierungsfaktoren:

Als risikolosen Zins verwendet YCV die tagesaktuell gehandelte Rendite einer sicheren 10-jährigen Staatsanleihe, zum Bewertungsstichtag in Höhe von 2,4% (EUR). Für das Eingehen von Aktienrisiko berücksichtigen wir eine Risikoprämie in Höhe von 6,0%. Ein bedeutendes Merkmal der YCV-Methodik besteht sodann darin, das regionale Risiko einzupreisen und im vorliegenden Fall verändern wir die Risikoprämie auf 6,8%. Die regionale Anpassung der Risikoprämie erfolgt unter Berücksichtigung des Heimatsitzes und der regionalen Absatzmärkte, die Henkel AG regelmäßig veröffentlicht. Als Risikomaß nutzen wir die jeweils aktuell am Kapitalmarkt gehandelten Preise für Ausfallrisiken der Länder (Credit Default Swaps) und gewichten anhand der regionalen Umsatzverteilung. Die Eigenkapitalkosten berechnen wir wie folgt: Eigenkapitalkosten = risikoloser Zins + Beta \* Risikoprämie = 2,4% + 0,80 \* 6,8% = 7,8%. Bei der Formel handelt es sich um die anerkannte Herleitung entlang des sog. CAPM, wobei das "Beta" als relativer Maßstab die Risikoprämie individuell adjustiert (relatives Risiko).

Der Betafaktor steht für das systematische Risiko des Unternehmens, ein Betafaktor kleiner 1,0 impliziert ein gegenüber dem Markt geringeres Risiko und vice versa. YCV verwendet ausschließlich eigens hergeleitete "Bottom-Up-Beta", niemals das Regressionsbeta der einzelnen Aktie, ein aus unserer Sicht ungeeignetes Risikomaß. Somit berücksichtigt unser Beta das systematische Risiko der Industrien, in denen die Henkel AG tätig ist. Viele Unternehmen sind in unterschiedlichen Industrien

aktiv, wir gewichten anhand der Umsatzverteilung und berücksichtigen Auf- oder Abschläge je nach Stabilität der EBIT-Marge (CAPM plus). Methodengerecht passt YCV das Beta der konkreten Verschuldungsquote an ("levered Beta"), so wird jedem Unternehmen ein individuell begründetes und einzupreisendes Risiko beigemessen.

Die Fremdkapitalkosten beziffern wir zum Bewertungsstichtag auf 4,2%. Dies ist der Zinssatz, zudem das Unternehmen aktuell langfristige Mittel aufnehmen kann. Den vorgenannten Zinssatz ermitteln wir anhand eines Unternehmensrating und den aktuell gehandelten Renditen 10-jähriger Unternehmensanleihen gleicher Ratingklasse. Methodengerecht kürzen wir die Fremdkapitalkosten um den Grenzsteuersatz (Tax Shield), im vorliegenden Fall um 29,9%. Die Fremdkapitalkosten beziffern sich demnach auf 2,9%.

Unter Berücksichtigung von aktueller Marktkapitalisierung und Verschuldung gewichten wir die Eigenkapitalkosten im vorliegenden Fall mit 86,6% und die Fremdkapitalkosten mit 13,4%. Es resultieren die zitierten gewichteten Kapitalkosten in Höhe von 7,2%:  $WACC = 7,8\% * 86,6\% + 2,9\% * 13,4\% = 7,2\%$

## 7. Bewertungsergebnis

Der Barwert des Terminal Value und der Barwert aller 10 diskontierten Cashflows addieren sich zum schuldenfreien Unternehmenswert ("Enterprise Value"). Der Enterprise Value beträgt im vorliegenden Fall EUR 32.706 Mio. = EUR 19.739 Mio. (Barwert Terminal Value) plus EUR 12.967 Mio. (Barwert aller Cashflows). Methodengerecht sind die liquiden Mittel inkl. handelbarer Wertpapiere (EUR 3.469 Mio.) zu addieren und die zinstragenden Verbindlichkeiten (EUR 4.209 Mio.) zu subtrahieren.

Die Kompetenz von YCV wird durch eine Berücksichtigung weiterer Positionen in der sogenannten "Equity Bridge" hervorgehoben, ein Gütesiegel von YCV. Hierzu können insbesondere passivierte Anzahlungen, konsolidierte "Minority Shares" oder ungedeckte Pensionsrückstellungen nebst weiteren Positionen gehören. In besonderen Fällen inkludieren die zinstragenden Verbindlichkeiten passivierte Finanzschulden aus Handelsaktivitäten, z.B. bei Konsolidierung von Bank- oder Leasinggeschäften. In vorgenannten Fällen achtet YCV auf etwaige Gegenpositionen auf der Aktivseite der Bilanz (Finanzforderungen) und saldiert die Beträge in der Equity Bridge unter der Position Sonstiges. Nach Abzug bzw. Addition der im DCF-Modell einzeln aufgeführten Positionen ergibt sich der Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 31.783 Mio.

Der Wert des Eigenkapitals wird durch die Anzahl der ausstehenden Aktien (419 Mio. Stück) dividiert, es resultiert der innere Wert der Aktie zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 75,79. Der innere Wert der Aktie kann mit dem aktuellen Börsenkurs (EUR 68,56) für Investitionsentscheidungen verglichen werden. Das Verhältnis von Kurs zu Wert beträgt zum Bewertungsstichtag auf Basis unserer Planungsprämissen: 90,5%.