

BEWERTUNG VON KMU MIT MULTIPLES

Oder: Von Äpfeln und Birnen

Mit Multiples erscheint eine Unternehmensbewertung im Handumdrehen möglich: EBIT mal einen Faktor ergibt den Unternehmenswert. Doch in der Einfachheit liegt auch die Tücke, schnell werden Äpfel wie Birnen bewertet. Der vorliegende Beitrag geht auf die Unternehmensbewertung mit Multiples ein und zeigt auf, wie auch KMU mit dieser Methode sachgerecht bewertet werden können.

1. EINLEITUNG

Jüngere Untersuchungen zeigen die Beliebtheit von Multiples (Multiplikatoren) bei Schweizer Unternehmen: Nach der als Best Practice geltenden DCF-Methode ist es das zweitbeliebteste Bewertungsverfahren [1]. Auch die 2018 überarbeitete Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von Expertsuisse sieht eine marktorientierte Bewertung mit Multiples als eines der möglichen Bewertungsverfahren vor [2].

Die Verwendung von Multiples beruht auf dem Law of One Price: Für identische Güter werden identische Preise bezahlt, sodass aus dem Preis des einen auf den Preis des anderen Guts geschlossen werden kann. Unternehmen sind jedoch nie identisch, sondern bestenfalls vergleichbar. Bei einer Unternehmensbewertung mit Multiples wird daher der Marktwert vergleichbarer Unternehmen (also ihr Preis) über eine Schlüsselgrösse (bspw. EBIT, EBITDA oder Umsatz) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Daraus ergibt sich dann der Unternehmens- oder Anteilswert. *Abbildung 1* zeigt die einzelnen Schritte grafisch auf [3].

Die Bewertung mit Multiples erscheint einfach, schnell, objektiv – und damit einer DCF-Bewertung überlegen. In Tat und Wahrheit erfordert eine sachgerechte Multiples-Bewertung die Beantwortung zwar anderer, aber dennoch komplexer Fragestellungen: 1. Was bedeutet die Vergleichbarkeit eines Unternehmens? 2. Wie gelangt man an Marktdaten? 3. Welche Schlüsselgrösse ist sinnvoll, welche nicht? 4. Wie kann man Wertunterschiede zum DCF-Verfahren, aber auch zwischen einzelnen Multiplikatoren begründen und erklären?

Der folgende Beitrag greift diese Fragen auf und beantwortet sie. Nach einer kurzen Einführung und Begriffsklärung stellen die Autoren die Ergebnisse eigener Analysen für den Schweizer Markt vor. Bewertungsdifferenzen werden analysiert und erläutert. Abschliessend wird aufgezeigt, wie auch ein KMU sachgerecht mit Multiples, die aus Daten kotierter Unternehmen abgeleitet werden, bewertet werden kann.

2. MIT MULTIPLES ZUM UNTERNEHMENS- ODER ANTEILSWERT (ENTITY VS. EQUITY)

Wie bei der DCF-Methode unterscheidet man auch bei Multiples zwischen Entity- und Equity-Verfahren. Erstere schätzen den Wert des gesamten Unternehmens und gehen daher auch von einer Schlüsselgrösse vor Finanzierungskosten aus – üblicherweise dem Umsatz, EBITDA oder EBIT. Zum Marktwert des Eigenkapitals gelangt man dann durch Abzug der Finanzschulden (i. d. R. der Nettoverschuldung, also Finanzverbindlichkeiten nach Verrechnung der nicht benötigten Liquidität) [4]. Für Equity-Multiples verwendet man entsprechend Schlüsselgrössen nach Finanzierungskosten – üblicherweise den Reingewinn oder den Buchwert des Eigenkapitals. Zum Gesamtunternehmenswert gelangt man dann über den umgekehrten Weg, also durch Addition der Nettoverschuldung und – in Konzernfällen – allfälliger Minderheitenanteile zum Marktwert des Eigenkapitals. Nimmt man kotierte Unternehmen als Referenz, lassen sich beide Werte – Unternehmens- wie Anteilswert – aus öffentlich verfügbaren Informationen ableiten: Der Marktwert des Eigenkapitals entspricht der Marktkapitalisierung (Produkt aus der Anzahl ausstehender Aktien und Börsenkurs

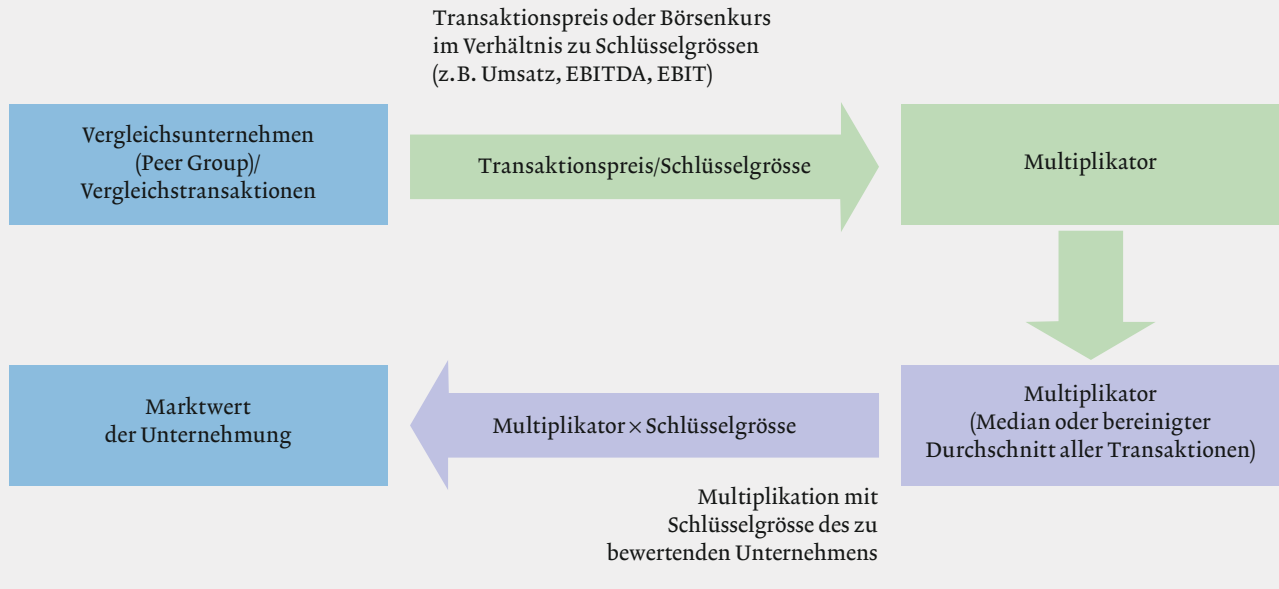


FABIAN SCHMID,
DR. RER. POL., CVA,
GESCHÄFTSFÜHRER
UND MITGRÜNDER
DER WEVALUE AG,
DOZENT AN DER HOCH-
SCHULE FÜR
WIRTSCHAFT FHNW



TOBIAS HÜTTICHE,
PROF. DR. RER. POL., CVA,
WIRTSCHAFTSPRÜFER,
STEUERBERATER (D),
LEITER INSTITUT
FÜR FINANZMANAGEMENT,
HOCHSCHULE FÜR
WIRTSCHAFT FHNW

Abbildung 1: **FUNKTIONSWEISE DER MULTIPLES-BEWERTUNG**



am Bewertungsstichtag), die übrigen Werte sind den Finanzberichten zu entnehmen.

Es erscheint zwar überflüssig, dennoch der Hinweis: Mit einem Entity-Multiple wird das gesamte Unternehmen bewertet. Da aber üblicherweise nur das Eigenkapital gekauft

wird (Share Deal), müssen noch die Finanzschulden abgezogen werden. Dies wird in der Hitze des Gefechts – und in Gutachten – mitunter vergessen und durch pauschale Aussagen wie «Wir kaufen nur bis maximal acht Mal EBIT» verdeckt.

Tabelle 1: **VOR- UND NACHTEILE DER GEBRÄUCHLICHSTEN MULTIPLIKATOREN**

Multiple	Vorteile	Nachteile
Umsatz	<ul style="list-style-type: none"> → Kann auch bei unprofitablen Unternehmen bzw. Start-ups angewandt werden → Wenig beeinflussbar durch bilanzpolitische Massnahmen 	<ul style="list-style-type: none"> → Profitabilität wird nicht berücksichtigt
EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> → Relativ gute Annäherung an den operativen Cashflow → Nicht beeinflusst durch unterschiedliche Finanzierung und Abschreibungspolitik 	<ul style="list-style-type: none"> → Unterschiedliche Kapitalintensität und somit Reinvestitionserfordernisse nicht berücksichtigt
EBIT	<ul style="list-style-type: none"> → Stellt die operative Ertragskraft dar → Relativ gute Annäherung an den Free Cashflow, sofern Abschreibungen = Investitionen → Nicht beeinflusst durch unterschiedliche Finanzierung → Berücksichtigt unterschiedliche Anlageintensität 	<ul style="list-style-type: none"> → Mögliche Beeinflussung durch Ausnutzung bilanzpolitischer Spielräume → Unterschiede bei den Abschreibungen der Sachanlagen und der immateriellen Werte (z.B. Goodwill) können den EBIT stark beeinflussen
Gewinn	<ul style="list-style-type: none"> → Steht zur Ausschüttung zur Verfügung → Alle Kosten bzw. Aufwände sind berücksichtigt → Gewinn ist im Vergleich zu Zwischenergebnissen wie EBITDA oder EBIT klar definiert → Kehrwert entspricht den Eigenkapitalkosten (sofern kein Wachstum unterstellt wird) 	<ul style="list-style-type: none"> → Beeinflusst durch nicht operative und ausserordentliche Effekte → Stark durch Rechnungslegung geprägt → Durch Finanzierung und Steuerpolitik beeinflusst
Eigenkapitalbuchwert	<ul style="list-style-type: none"> → Direkt ersichtlich, ob eine Unternehmung über oder unter dem Substanzwert gehandelt wird → Auch anwendbar, wenn eine Unternehmung Verlust erwirtschaftet → Bringt zum Ausdruck, ob eine Unternehmung die auf der Substanz erwartete Rendite übertrifft oder verfehlt 	<ul style="list-style-type: none"> → Ertragskraft wird nicht berücksichtigt → Durch Ausschüttungen beeinflusst → Stark durch Rechnungslegung geprägt → Durch Verschuldungsgrad beeinflusst

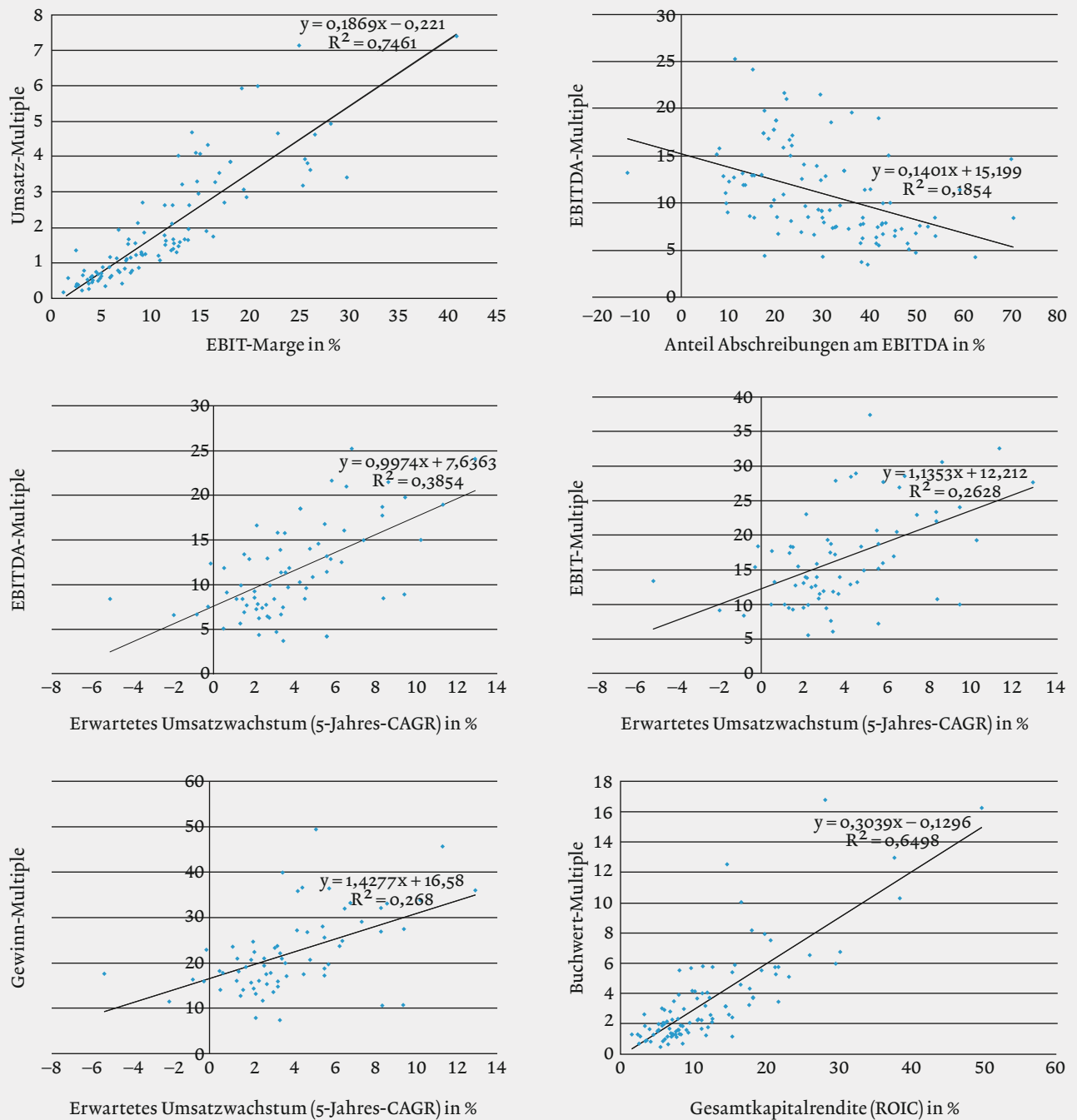
Wie andere Bewertungsverfahren sind auch Multiples nicht richtig oder falsch, sondern nur mehr oder weniger passend. So sind Schlüsselgrößen zu Beginn der Erfolgsrechnung – Umsatz oder EBITDA – wohl weniger bilanzpolitisch ver-

zerrt als diejenigen gegen Ende. Allerdings blendet ein Umsatz-Multiple die Kostenstruktur eines Unternehmens völlig aus. *Tabelle 1* fasst die Vor- und Nachteile der üblichen Multiplikatoren zusammen [5].

Tabelle 2: MULTIPLES FÜR AUSGEWÄHLTE SCHWEIZER BRANCHEN

Industrie	Unternehmen	Multiples					Fundamentaldaten			
		EV/ Umsatz	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E	P/B	Umsatz- wachs- tum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	ROIC
Gebrauchsgüter	12	1,5	8,2	12,5	17,7	2,1	1,3%	16,7%	12,8%	8,7%
Autos und Autoteile	3	1,2	7,9	13,2	17,5	2,6	0,0%	15,4%	8,8%	11,3%
Haushaltsgüter	1	0,8	7,3	10,1	17,7	1,6	0,0%	11,3%	7,6%	7,9%
Hotels, Medien und Unterhaltung	2	2,3	10,2	13,8	16,3	5,5	1,3%	21,6%	16,3%	22,5%
Textilien und Bekleidung	3	1,6	8,4	11,9	17,8	1,4	3,0%	19,4%	13,6%	7,2%
Wohnungsbau und Bauzubehör	3	1,6	9,6	13,9	19,4	3,7	2,6%	16,3%	13,2%	18,2%
Gesundheit	11	3,8	17,2	22,3	27,3	4,0	5,6%	24,7%	15,2%	11,7%
Biotechnologie und medizinische Forschung	2	5,0	18,2	26,7	31,1	3,5	8,0%	27,4%	17,3%	8,5%
Gesundheitswesen und -ausstattung	5	3,8	17,3	22,3	27,3	5,4	0,0%	20,5%	13,1%	12,7%
Pharmazeutika	4	3,7	11,6	18,2	22,8	2,2	4,6%	27,6%	20,2%	9,2%
Industrie	44	1,1	9,5	13,1	17,6	2,1	1,4%	11,6%	7,9%	10,1%
Investitionsgüter, Maschinen, Werkzeuge, Fahrzeuge, Züge und Schiffe	33	1,1	8,5	12,9	17,8	2,0	1,5%	11,7%	8,0%	9,1%
Konstruktion und Bau	2	1,0	13,9	15,3	17,8	4,5	0,0%	7,1%	6,5%	19,8%
Professionelle und kommerzielle Dienstleistungen	3	0,4	12,8	15,1	17,3	2,6	3,3%	4,9%	3,0%	14,9%
Transport	6	2,5	8,8	14,4	17,5	1,9	0,7%	35,2%	20,7%	7,9%
Konsumgüter	7	1,1	13,9	18,3	18,1	3,9	3,3%	10,1%	6,2%	9,9%
Detailhandel	2	0,7	12,2	17,9	14,2	1,8	1,9%	6,0%	3,9%	8,8%
Nahrungsmittel und Getränke	5	1,5	13,9	18,3	23,8	4,1	3,3%	10,8%	8,0%	9,9%
Rohstoffe	9	1,2	8,4	12,7	16,1	2,1	3,1%	16,2%	11,2%	7,7%
Chemie	5	3,2	15,8	17,1	21,0	5,7	6,6%	16,2%	13,3%	14,7%
Mineralische Rohstoffe	2	0,9	5,4	9,0	11,8	0,7	1,2%	14,8%	8,7%	4,6%
Papier und Verpackung	2	1,1	6,2	11,0	12,7	1,2	2,8%	19,1%	10,4%	7,5%
Technologie	9	1,2	9,2	12,8	20,8	2,2	2,0%	11,7%	8,7%	10,5%
Büroausstattung	1	3,3	17,7	22,0	32,0	3,7	8,3%	18,6%	14,9%	10,5%
Computer, Handys und Haushaltselektronik	3	0,7	9,2	12,8	15,6	2,2	2,0%	7,2%	5,0%	10,6%
Halbleiter und Halbleiter- ausrüstung	1	0,6	5,8	9,2	11,9	1,5	0,0%	9,9%	6,1%	7,7%
Kommunikation und Vernetzung	3	1,3	9,2	13,0	22,8	5,9	1,1%	13,2%	9,3%	15,7%
Software und IT-Dienstleistungen	1	0,5	4,2	7,2	18,9	1,6	5,6%	11,7%	4,4%	5,2%
Telekommunikation	3	2,7	8,4	15,3	15,9	3,0	4,5%	32,0%	9,4%	8,7%
Telekommunikationsdienste	3	2,7	8,4	15,3	15,9	3,0	4,5%	32,0%	9,4%	8,7%
Versorger	3	1,7	8,0	14,0	19,4	1,1	0,0%	22,2%	16,5%	2,8%
Stromversorger	3	1,7	8,0	14,0	19,4	1,1	0,0%	22,2%	16,5%	2,8%
Gesamtsample	98	1,4	9,6	13,8	19,0	2,3	3,3%	13,9%	9,5%	9,6%

Abbildung 2: **ZUSAMMENHANG ZWISCHEN AUSGEWÄHLTEN FUNDAMENTALEN UNTERNEHMENSFAKTOREN UND VERSCHIEDENEN MULTIPLES**



3. INDUSTRIE- BZW. BRANCHEN-MULTIPLES

Die Suche nach Multiples führt zielsicher ins Internet und zu mehr oder weniger aktuellen, aber frei zugänglichen Quellen [6]. Um diese überhaupt seriös verwenden zu können – bspw. in einem Gutachten oder einer anderen Auskunft mit wirtschaftlichen Konsequenzen –, sollte neben den blossen Werten dort auch zu finden sein, welche Unternehmen sich hinter den einzelnen Branchen verbergen und wie die Multiples methodisch abgeleitet wurden (Stichtag, Bereinigungen, Berechnung der Nettoverschuldung usw.). Die Gruppierung von Unternehmen in einer Industrie unterstellt weiter,

dass diese ähnliche Eigenschaften bezüglich Profitabilität, Wachstum und Risiko aufweisen [7]. Dies ist nicht immer der Fall. Handkehrum fällt es mitunter auch schwer, das zu bewertende Unternehmen genau einer Industrie oder Branche zuzuordnen.

Um dies zu verdeutlichen, haben die Autoren im Rahmen einer eigenen Analyse für sämtliche in der Schweiz kotierten Unternehmen fünf Multiplikatoren abgeleitet und diese zu verschiedenen Industrien und Subindustrien gruppiert. Von der Analyse ausgeschlossen sind Unternehmen der Finanzindustrie und solche, die fehlende oder negative Multiples

Tabelle 3: **KRITERIEN ZUR BEURTEILUNG DER VERGLEICHBARKEIT VON MULTIPLIKATOREN**

Grundlegende Selektionskriterien	
Branchenzugehörigkeit	
Geschäftsmodell	
Produktsortiment	
Geografische Lage	
Lebenszyklus	
Marktposition	
Kapitalstruktur	
Rechnungslegung	
Unternehmensgrösse	
Multiples-spezifische Selektionskriterien	
Umsatz-Multiple	Profitabilität (EBITDA- oder EBIT-Marge), Wachstum, Risiko (Kapitalkosten)
EBITDA-Multiple	Abschreibungsintensität, Wachstum, Risiko (Kapitalkosten)
EBIT-Multiple	Wachstum, Risiko (Kapitalkosten)
Gewinn-Multiple	Ausschüttungsquote, Wachstum, Risiko (Kapitalkosten)
Buchwert-Multiple	Rentabilität, Ausschüttungsquote, Wachstum, Risiko (Kapitalkosten)

aufweisen. Dies führt dazu, dass von den über 200 kotierten Unternehmen letztlich nur knapp die Hälfte in die Analyse eingehen. *Tabelle 2* fasst die Resultate zusammen [8].

Die Auswertungen zeigen, dass das mittlere (mediane) Schweizer börsenkotierte Unternehmen aktuell zu 1,4-mal Umsatz, 9,6-mal EBITDA, 13,8-mal EBIT, 19,0-mal Reingewinn und 2,3-mal Buchwert des Eigenkapitals gehandelt wird. Einzelne Branchen weisen zum Teil jedoch deutlich unterschiedliche Multiplikatoren auf. Während beispielsweise Unternehmen aus der Gesundheitsbranche im Durchschnitt zu 3,8-mal Umsatz gehandelt werden, wird für Unternehmen in den restlichen Industrien deutlich weniger häufig der Jahresumsatz bezahlt. Was kann man daraus nun lernen?

Nun, zunächst verbergen sich hinter jedem Multiplikator fundamentale, erklärende Faktoren. Im Grunde steckt auch in einem Multiple das Kalkül eines DCF-Verfahrens: Nimmt man an, dass der Marktwert eines Unternehmens durch den Barwert der vom Markt erwarteten finanziellen Überschüsse (bspw. Free Cashflows) bestimmt wird, erstaunt es nicht, dass auch genau die dafür massgebenden Faktoren (Wachstum, Marge, Kapitalkosten usw.) die Multiples bestimm-

men [9]. Bleibt mehr vom Umsatzfranken übrig, wird ein Investor auch einen höheren Preis dafür bezahlen. Ein höherer (hier Umsatz-)Multiple ist die Folge.

Diese Erkenntnis ist nützlich, um die Plausibilität von Multiples und ihre Eignung zur Bewertung von KMU besser beurteilen zu können. Wie der *Tabelle 2* entnommen werden kann, sind die in der Gesundheitsbranche beobachtbaren hohen Multiplikatoren auf ein überdurchschnittliches erwartetes Wachstum sowie auf vergleichsweise hohe Margen bzw. Renditen (im vorliegenden Fall den ROIC) zurückzuführen. Branchen mit stärkerem Wachstum, besseren Margen und höheren Renditen weisen also tendenziell höhere Multiplikatoren auf.

Die vorstehend berechneten Multiples decken nur einen kleinen Teil des möglichen Universums eines Investors ab. Aber auch hier sind sie nicht richtig oder falsch, sondern nur mehr oder weniger passend: So könnte der Analysebereich leicht dadurch vergrössert werden, dass man auch ausländische Unternehmen und Branchen einbezieht. Dadurch nimmt der Einfluss einzelner Unternehmen ab und allfällige Ausreisser werden geglättet. Gleichzeitig birgt es jedoch auch die Gefahr, dass die Vergleichbarkeit mit dem in der Schweiz operativ tätigen und zu bewertenden Unternehmen (KMU) aufgrund unterschiedlicher Währungs- und Wirtschaftsräume sowie differierender Rechnungslegungsstandards abnimmt.

4. FUNDAMENTALE BESTIMMUNGSFAKTOREN VON MULTIPLES

Die Analyse im vorherigen Abschnitt hat gezeigt, dass sich die konkrete Höhe eines Multiplikators je nach Branche stark unterscheidet. Dies ist einerseits auf das unterschiedliche Risiko der jeweiligen Industrie zurückzuführen und andererseits auf die unterschiedlichen Eigenschaften der in einer Industrie enthaltenen Firmen. Es stellt sich nun die

Tabelle 4: **FINANZZAHLEN DER BEISPIEL-BRAUEREI**

In CHF

Umsatz	2 400 000
EBITDA	500 000
EBIT	190 000
Gewinn	140 000
Finanzverbindlichkeiten	300 000
Eigenkapital	3 400 000

Tabelle 5: **BEWERTUNG DES BEISPIELUNTERNEHMENS MITTELS INDUSTRIE-MULTIPLES**

	Schlüsselgröße	Multiple	Bruttounternehmenswert	Finanzverbindlichkeiten	Nettounternehmenswert
Umsatz	2 400 000	1,5	3 600 000	300 000	3 300 000
EBITDA	500 000	13,9	6 950 000	300 000	6 650 000
EBIT	190 000	18,3	3 477 000	300 000	3 177 000
Gewinn	140 000	23,8			3 332 000
Eigenkapital	3 400 000	4,1			13 940 000

Frage, ob branchenübergreifend ein funktionaler Zusammenhang zwischen Multiplikatoren und Unternehmenskennzahlen besteht. Dies würde helfen, das für die Bewertung eines KMU passende Multiple auszuwählen und die Eignung eines bestimmten Industrie-Multiples fundiert beurteilen zu können.

Zur Klärung des Zusammenhangs wurden für sämtliche hinter der *Tabelle 2* verborgenen Unternehmen die einzelnen Multiplikatoren auf ausgewählte Unternehmenskennzahlen regressiert, d. h. mit ihnen in Verbindung gebracht [10]. Dabei haben sich die Autoren an Kennzahlen orientiert, die theoretisch begründbar sind und als Haupttreiber der jeweiligen Multiplikatoren gelten. Beim Umsatz-Multiple ist dies die EBIT-Marge, bei den Ergebnis-Multiples (EBITDA, EBIT, Gewinn) die erwartete Wachstumsrate und beim Buchwert-Multiple die Rentabilität (ROIC). Das EBITDA-Multiple wurde zudem noch auf die Abschreibungsintensität, sprich den Anteil der Abschreibungen am EBITDA, regressiert [11]. *Abbildung 2* stellt die für die einzelnen Multiplikatoren beobachtbaren Zusammenhänge grafisch dar [12].

Es ist unschwer zu erkennen, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen Multiplikatoren und Unternehmenseigenschaften besteht. Obwohl der Zusammenhang unterschiedlich stark ausfällt, vom konkreten Untersuchungszeitraum und den berücksichtigten Unternehmen abhängen dürfte und nicht perfekt ist, lässt sich doch ein wesentlicher Teil eines Multiples durch einzelne Unternehmenscharakteristika erklären [13]. Aus dieser Erkenntnis sowie der vorangehenden Analyse von Branchen-Multiples lassen sich nun zwei nützliche Kontrollgriffe ableiten.

1. Bewertet man ein KMU anhand von Multiplikatoren, so gelten im Prinzip die gleichen bzw. ähnliche Selektionskriterien wie bei der Beta-Ableitung bzw. Peer-Group-Zusammenstellung im Rahmen der Kapitalkostenbestimmung, also Branche und Risikostruktur [14].

2. Wie *Abbildung 2* deutlich gemacht hat, sind Multiples nebst der Branche stark durch fundamentale Unternehmensfaktoren geprägt. Es ist bei der Bewertung eines KMU daher zentral, dass die beigezogenen Multiples bzw. die dahinter stehenden Unternehmen nicht nur hinsichtlich der Branche vergleichbar sind, sondern auch ähnliche finanzielle Kennzahlen aufweisen wie das Bewertungsobjekt. *Tabelle 3* fasst die wichtigsten Kriterien zur Beurteilung der Vergleichbarkeit zusammen, unterteilt nach grundlegenden und Multiples-spezifischen [15].

5. BEISPIEL FÜR DIE BEWERTUNG EINES KMU MIT MULTIPLES

Wie können die vorstehenden Überlegungen nun bei der Bewertung eines KMU genutzt werden? Im letzten Abschnitt dieses Beitrags wird dies anhand eines konkreten Beispiels aufgezeigt.

Es handelt sich beim Beispielunternehmen um eine Brauerei mit acht Mitarbeitenden, die für das in Rede stehende Geschäftsjahr die Finanzzahlen aufweist, die *Tabelle 4* zeigt.

Die für die Bewertung relevanten Multiples werden der im vorliegenden Beitrag entwickelten *Tabelle 2* mit Industrie-Multiples, hier Nahrungsmittel und Getränke, entnommen.

Tabelle 6: **BEWERTUNG DES BEISPIELUNTERNEHMENS MIT ADJUSTIERTEN INDUSTRIE-MULTIPLES**

Multiple	Regressionsgleichung	Ausprägung Fundamentalfaktor	Adjustierter Multiple	Schlüsselgrösse	Brutto-unternehmenswert	Finanzverbindlichkeiten	Netto-unternehmenswert
Umsatz	$0.1869 \times \text{EBIT-Marge} - 0.221$	7,92%	1,26	2 400 000	3 024 000	300 000	2 724 000
EBITDA (1)	$0.9974 \times \text{Umsatzwachstum} + 7.6363$	1,00%	8,63	500 000	4 315 000	300 000	4 015 000
EBITDA (2)	$-0.1401 \times \text{Abschreibungsanteil} + 15.199$	62,00%	6,51	500 000	3 255 000	300 000	2 955 000
EBIT	$1.1353 \times \text{Umsatzwachstum} + 12.212$	1,00%	13,35	190 000	2 536 500	300 000	2 236 500
Gewinn	$1.4277 \times \text{Umsatzwachstum} + 16.58$	1,00%	18,01	140 000			2 521 400
Eigenkapital	$0.3039 \times \text{ROIC} - 0.1296$	4,11%	1,12	3 400 000			3 808 000

Alternativ könnte man auch eine eigene Peer Group aus einzeln gepickten Unternehmen zusammenstellen. Wird nun das Industrie-Multiple unreflektiert angewendet, ergeben sich die in *Tabelle 5* ersichtlichen Unternehmenswerte.

Das Ergebnis ist eine Kiste mit Äpfeln und Birnen. Selbst wenn man Äpfel und Birnen trennt – also jeweils die Ergebnisse der Entity-Multiples (Umsatz, EBITDA und EBIT) und der Equity-Multiples (Gewinn und Eigenkapital) separat betrachtet –, zeigen sich unterschiedlich grosse Früchte. Der Grund ist, um im Bild zu bleiben, dass Äpfel und Birnen nicht weit vom Stamm fallen, unterschiedliche Werte also in unterschiedlichen Fundamentaldaten gründen: Der vergleichsweise hohe, sich aus dem Buchwert-Multiple ergebende Eigenkapitalwert (CHF 13 940 000) liegt – wie in entsprechendem Diagramm in *Abbildung 2* ersichtlich – daran, dass die Vergleichsunternehmen bzw. die Branche im Durchschnitt eine deutlich höhere Rentabilität (ROIC) aufweisen als das Beispielunternehmen. Geht man von dessen NOPAT von CHF 152 000 aus (EBIT mal angenommenem Steuersatz von 20%) und setzt diesen ins Verhältnis zum investierten Kapital von 3 700 000 (Eigenkapital zuzüglich Finanzverbindlichkeiten), so resultiert ein ROIC von lediglich 4,1%. Diese Rendite liegt deutlich tiefer als der durchschnittliche ROIC der hinter der Industrie Nahrungsmittel und Getränke stehenden Unternehmen.

Eine unreflektierte Übernahme berechneter oder veröffentlichter Multiples ist also nicht ratsam. Was kann man nun tun? Einfach, schnell und nicht falsch ist es, nur diejenigen Multiples zu verwenden, die in einer engen Bandbreite liegen. Im vorliegenden Fall dürften dies das Umsatz-, EBIT- und Gewinn-Multiple sein.

Etwas komplexer und analytisch besser begründbar ist eine Regressionsanalyse, welche die konkreten Ausprägungen der fundamentalen Faktoren der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts berücksichtigt. Dies würde zu folgenden, in *Tabelle 6* ersichtlichen adjustierten Multiples und Unternehmenswerten führen [16].

Das Vorgehen bzw. die Funktionsweise der Regressionsgleichung sei beispielhaft anhand eines Multiplikators dargestellt. Zunächst wird der adjustierte Umsatz-Multiplika-

tor durch Einsetzen der (nachhaltig erzielbaren) EBIT-Marge des Bewertungsobjekts in die Regressionsgleichung ermittelt. In einem zweiten Schritt wird das aus der Regressionsgleichung resultierende adjustierte Umsatz-Multiple mit dem Umsatz des Bewertungsobjekts multipliziert, wodurch sich der (Brutto-)Unternehmenswert ergibt.

Es wird deutlich, dass der Kontrollgriff zu den Fundamentaldaten die Bandbreite möglicher Werte erheblich verringert. Lieferte das ursprüngliche Buchwert-Multiple noch einen Eigenkapitalwert (Nettounternehmenswert) von knapp CHF 14 Mio., so führt das an die effektive Rentabilität des Bewertungsobjekts angepasste Multiple noch zu einem Wert von knapp CHF 4 Mio. Auch die auf Basis von Erfolgsrechnungsgrössen abgeleiteten Multiples, insbesondere EBITDA, liefern nun deutlich homogenere Werte.

Als Alternative zu Zweihänder (Eliminierung) und Florett (Regression) bietet sich die chirurgische Lösung an, also die – hier nicht beispielhaft dargestellte – Suche nach passenden Vergleichsunternehmen. Die Peer Group wird dabei durch den Bewertenden selbst bottom-up aus vergleichbaren Unternehmen zusammengestellt. Dies wird allerdings bei der Bewertung von KMU nur dann eine Alternative sein, wenn die Bewertenden Zugang zu Finanzdatenbanken haben oder bspw. webbasierte Bewertungswerkzeuge nutzen, welche diese Analysemöglichkeiten standardmässig vorsehen.

Zu guter Letzt soll der Bogen zur Small-Cap-Prämie bei der Kapitalkostenermittlung geschlagen werden. Verwendet man bei der DCF-Bewertung eines KMU die Kapitalkosten kotierter Unternehmen, ist ein Zuschlag (auf die Kapitalkosten) oder Abschlag (auf den Anteilswert) in der Schweiz üblich. Damit wird der beschränkten Handelbarkeit dieser Titel, ihrer eingeschränkten Liquidität, Rechnung getragen. Die Diskussion um diese Prämie, ihre empirische Nachweisbarkeit, ihre rechtliche Zulässigkeit und generell ihre Höhe beschäftigt seit Langem und in Wellen wiederkehrend die Bewertungslehre und -praxis. Zumindest in der Schweiz wird man sich mit dem Ansatz einer solchen Prämie auf einigermaßen festem Grund bewegen [17]. Da Multiples – wie eingangs erwähnt – letztlich ein DCF-Verfahren *in a nutshell* sind, wird auch hier ein Abschlag möglich, zulässig und

sogar erforderlich sein. Ob dieser jedoch 20%, 40% oder mehr beträgt, darüber herrscht in Forschung und Praxis bis dato Uneinigkeit [18].

6. FAZIT

Multiples erwecken den Eindruck einer einfachen und schnellen Alternative zu DCF-Verfahren. Bei genauer Betrachtung zeigt sich, dass eine sachgerechte Bewertung mit Multiples ebenso komplex werden kann wie eine DCF-Bewertung.

Im Unterschied zum DCF-Verfahren versprechen Multiples – und das ist ihre wesentliche Legitimation –, Markt-

preise und nicht nur Werte zu liefern. Es wurde dargestellt, dass dies zwar methodisch richtig ist, praktisch aber zu Schwierigkeiten führt, wenn die Referenzgrößen des Markts nicht mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind.

Multiples gehören in den Werkzeugkasten eines jeden Bewerters und sollten Bestandteil des Methodenmixes sein. Mindestens zur Plausibilisierung von mit anderen Verfahren ermittelten Werten sollten sie eingesetzt werden. Was zu beachten ist, damit nicht Äpfel mit Birnen verglichen werden, wurde dargestellt. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Hörler, Hauser, Gehrig, S. 39. 2) Vgl. Expertisuisse, S. 4 ff. Multiples werden hier vor allem zur Plausibilisierung empfohlen. Von einer ausschliesslichen marktbasierten Bewertung eines KMU wird hingegen abgeraten. 3) Vgl. Oaklins Switzerland, S. 25. 4) Bei der konsolidierten Bewertung eines Konzerns wären auch noch allfällige Minderheitenanteile abzuziehen, da diese den auf aussenstehende Gesellschafter entfallenden Wertanteil approximieren, vgl. Loderer, Wälchli, S. 40. 5) Vgl. Hüttche, Meier-Mazzucato, S. 136; Löhnert, Böckmann, S. 851 f. 6) Berühmte Quellen sind insbesondere die monatlich aktualisierten Multiples des Finance-Magazins und die jährlich für über 100 Industrien aufbereiteten Multiplikatoren von Prof. Damodaran. 7) Vgl. Knudsen, Kold, Plenborg, S. 85; Schreiner, S. 110 ff. 8) Die Multiples wurden der Datenbank Thomson Reuters Eikon entnommen und basieren auf den Zahlen per letztem Jahresabschluss. Die Industrieklassifizierung orientiert sich an derjenigen von Thomson Reuters (TRBC). Bei den abgebildeten Werten handelt es sich jeweils um den Median, der im Vergleich zum Mittelwert weniger stark durch Ausreisser geprägt ist. Nebst Finanztiteln und Unternehmen, die negative Multiples aufweisen, wurden diejenigen Unternehmen als Ausreisser deklariert und eliminiert, für welche ein Umsatz-Multiple grösser als 10, ein EBITDA-Multiple grösser als 30, ein EBIT-Multiple grösser als 40, ein Gewinn-Multiple grösser als 50 und ein Buchwert-Multiple grösser als 20 beobachtet wurde. EV steht für Enterprise Value und entspricht der Marktkapitalisierung zuzüglich Nettoverschuldung und Minderheitenanteile. P steht für Preis und entspricht der Marktkapitalisierung. E steht für den Reingewinn vor ausserordentlichen Positionen und B für den Buchwert des Eigenkapitals. Das Umsatzwachstum entspricht der gemäss Analysten-Konsensusschätzung durchschnittlich erwarteten Wachstumsrate der kommenden fünf Jahre (CAGR). Die EBITDA- und EBIT-Marge entspricht der erzielten Marge gemäss letztem Jahresabschluss. Der ROIC entspricht dem Verhältnis von NOPAT (Betriebsergebnis nach Steuern) zu investiertem Kapital (Buchwert des Eigenkapitals zuzüglich Finanzverbindlichkeiten).

9) Vgl. Hüttche, Meier-Mazzucato, S. 103 ff. 10) Vgl. Bhojraj, Lee, S. 407 ff.; De Franco, Hope, Larocque, S. 82 ff.; Knudsen, Kold, Plenborg, S. 85 ff.; Löhnert, Böckmann, S. 859 ff.; Nel, Bruwer, le Roux, S. 621 ff. 11) Selbstverständlich liessen sich die Multiples mittels multiplen linearen Regressionen gleichzeitig auch auf mehrere Fundamentalfaktoren regressieren. Dieses Vorgehen ist aber um ein Vielfaches komplizierter und bringt andere Schwachstellen mit sich, weshalb in diesem Beitrag davon abgesehen wird. 12) Die einfachen linearen Regressionen basieren auf dem gleichen Datensatz (98 Unternehmen) wie die Branchenanalyse in Tabelle 2. Jeder Datenpunkt repräsentiert ein Unternehmen. Die Regressionslinie beschreibt den Zusammenhang zwischen dem jeweiligen Multiple und dem ausgewählten Fundamentalfaktor. Das Bestimmtheitsmass (R^2) gibt den Erklärungsgehalt der Modelle an und das \times in der Regressionsgleichung steht für die Ausprägung des jeweiligen fundamentalen Unternehmensfaktors. 13) Die Stärke des Zusammenhangs ist anhand des Bestimmtheitsmasses (R^2) sowie der Streuung der Punkte um die Regressionsgerade herum ersichtlich. 14) Vgl. Schmid, Hüttche, S. 272. 15) Vgl. Cheridito, Hadewicz, S. 322; Ernst, Schneider, Thielen, S. 243. 16) Für die in Rede stehende Brauerei wird von einem jährlichen Umsatzwachstum von 1,0% ausgegangen. Die restlichen Ausprägungen der Fundamentalfaktoren lassen sich aus den aufgeführten Finanzzahlen ableiten. 17) Vgl. Schmid, Hüttche, S. 274. 18) Vgl. Cheridito, Hadewicz, S. 324; De Franco et al., S. 215 ff.; Hüttche, Schmid, S. 1120; Koepflin, Sarin, Shapiro, S. 94 ff.; Schmid, S. 63 ff.

Literatur: ▶ Bhojraj, S., Lee, C. M., Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms, in: Journal of Accounting Research, 2002/40(2), S. 407–439. ▶ Cheridito, Y., Hadewicz, T., Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: Der Schweizer Treuhänder, 2001/4, S. 321–329. ▶ De Franco, G., Gaviou, I., Jin, J. Y., Richardson, G. D., Do Private Company Targets that Hire Big 4 Auditors Receive Higher Proceeds?, In: Contemporary Accounting Research 2011/28(1), S. 215–262. ▶ De Franco, G., Hope, O.-K., Larocque, S., Analysts' Choice of Peer Companies, in: Review

of Accounting Studies, 2015/20(1), S. 82–109. ▶ Ernst, D., Schneider, S., Thielen, B., Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 6. Auflage, München 2017. ▶ Expertisuisse, Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», 6. September 2018. ▶ Hörler, V., Hauser, M. A., Gehrig, M., Die Schweizer Praxis der Unternehmensbewertung, in: Controlling & Management Review 2019/63(3), S. 38–45. ▶ Hüttche, T., Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung für Schweizer KMU: Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von Expertisuisse, in: Expertisuisse (Hrsg.), Schriftenreihe, Band 190, Zürich 2018. ▶ Hüttche, T., Schmid, F., Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), in: Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Auflage, Herne 2019, S. 1105–1122. ▶ Knudsen, J. O., Kold, S., Plenborg, T., Stick to the Fundamentals and Discover Your Peers, Financial Analysts Journal, 2017/73(3), S. 85–105. ▶ Koepflin, J., Sarin, A., Shapiro, A. C., The Private Company Discount, in: Journal of Applied Corporate Finance, 2000/12(4), S. 94–101. ▶ Loderer, C., Jörg, P., Pichler, K., Roth, L., Wälchli, U., Zraggen, P., Handbuch der Bewertung, Band 2: Unternehmen, 5. Auflage, Zürich 2010. ▶ Löhnert, P., Böckmann, U., Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, V. H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2019, S. 840–863. ▶ Nel, S., Bruwer, W., le Roux, N. J., An Emerging Market Perspective on Peer Group Selection Based on Valuation Fundamentals, in: Applied Financial Economics, 2014/24(9), S. 621–637. ▶ Oaklins Switzerland, Unternehmensverkauf, Antworten auf zentrale Fragestellungen, 2016, S. 1–48. ▶ Schmid, F., Three Essays on the Valuation of Private Firms with a Particular Focus on Cost of Capital, Dissertation, Universität Basel 2018. ▶ Schmid, F., Hüttche, T., Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, in: Expert Focus, 2019/4, S. 268–277. ▶ Schreiner, A., Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation, Dissertation der Universität St. Gallen, Wiesbaden 2007.