

## Unternehmensbewertung durch Market Multiples

**Bei Transaktionen wird der Wert eines Unternehmens meistens mit Ertragswert- beziehungsweise Discounted Cash Flow – Methodik bestimmt. Zu Vergleichszwecken empfiehlt sich eine Methode, welche im angelsächsischen Raum seit Längerem weit verbreitet ist: Die Marktwert-Bewertungsmethode (Market Multiples). Der Marktwert eines Unternehmens wird durch eine Verhältniszahl ausgedrückt, welche nach Anpassungen auf das zu bewertende Objekt angewendet werden kann.**

### Die gebräuchlichsten Bewertungsmethoden

Grundsätzlich bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus den zukünftig frei verfügbaren Rückflüssen an die Kapitalgeber. Zur Bestimmung dieser sind in der Praxis drei grundsätzlich verschiedene Bewertungsansätze gebräuchlich, welche in Tabelle 1 zusammengefasst dargestellt werden.

**Ertragswerte** zielen direkt auf die Beurteilung dieser Überschüsse, **Marktwerte** orientieren sich an effektiv entrichteten Marktpreisen während **Substanzwerte** entweder den Zeitwert des investierten Kapitals aufzeigen oder aber der Frage nachgehen, was eine geordnete Veräußerung der einzelnen Aktiven für einen Nettoerlös einbringen würde.

Tabelle 1: Bewertungsmethoden im Überblick

Bewertungsansatz	Grundidee	RisikoEinbezug	Vorteile	Nachteile
<b>Marktwert</b>	Multiplikation einer Unternehmenskennzahl mit Market Multiple	Risiko ist in der Höhe des Market Multiple enthalten und damit durch den Markt bewertet	Unternehmenswert entspricht theoretisch dem Marktwert	Limitierte Vergleichbarkeit und vollständige Transparenz kann zu fehlerhaften Resultaten führen
<b>Ertragswert: DCF (Discounted Cash Flows)</b>	Summe zukünftiger abdiskontierter frei verfügbarer Cash Flows	Risiko wird mittels alternativer Geldanlagen eingeschätzt und auf das zu bewertende Objekt angepasst	Unternehmenswert entspricht dem verfügbaren Mittelrückfluss an die Kapitalgeber, dynamische Investitionsrechnung	Budgetierung der Free Cash Flows ist möglicherweise mit grossen Unsicherheiten behaftet; evtl. Ausweis von Scheingenauigkeit
<b>Zukunftsorientierter Ertragswert</b>	Kapitalisierung des nachhaltig erzielbaren Gewinnes	dito DCF	Einbezug der erwarteten Branchen- und Marktentwicklung	Gewinne sind möglicherweise nicht verlässlich budgetierbar, keine Berücksichtigung des zukünftigen Investitionsbedarfs
<b>Vergangenheitsorientierter Ertragswert</b>	Kapitalisierung historischer Gewinne als Indikator für zukünftige Mittelzuflüsse	dito DCF	Abstützen auf tatsächlich erzielte Ergebnisse, verständlich da oft angewendet, schnell nachvollziehbar	Historische Gewinne können substanzuell von zukünftig verfügbaren Mittelflüssen abweichen
<b>Substanz- / Liquidationswert</b>	Unternehmenswert entspricht dem Zeit- oder Veräußerungswert des investierten Kapitals	Kein Einbezug des Anlegerrisikos	Verwendet als Wertuntergrenze (Liquidationswert); Bewertung nicht-betrieblicher Vermögens-teile	Berücksichtigt normalerweise weder Rendite, Anlegerrisiko, noch Ertragsrisiko

Da die Vor- beziehungsweise Nachteile der einzelnen Methoden teilweise spiegelbildlich sind, empfehle ich die Anwendung aller drei Bewertungsansätze. Erst die sachrichtige Interpretation der Ergebnisse mit Quervergleichen zwischen den einzelnen Methoden wird eine schlüssige Wertbandbreite liefern, welche wiederum als Basis für eine Preisbestimmung verwendet werden kann.

Ertrags- und Marktwertmethoden unterscheiden sich hauptsächlich in der Art wie zukünftige Rückflüsse bestimmt und beurteilt werden. Bei beiden wird bei der Wertberechnung eine Unternehmenskennzahl des zu bewertenden Objektes wie beispielsweise der Jahresgewinn mit einem Multiplikator verknüpft. Dieser Multiplikator wird bei Ertragswertmethodik als Kapitalisierungs- beziehungsweise Diskontierungssatz und bei der Marktwertmethode als Market Multiple bezeichnet. In beiden ist das Anlegerrisiko enthalten: Kapitalisierungssätze bestimmen sich aufgrund von Opportunitätskosten d.h. nach dem Risiko alternativer Anlagen während Multiples Investitionsrisiken durch implizite Marktbeurteilung beinhalten. Unterschiede zwischen den beiden Bewertungsansätzen können daher auf eine unterschiedliche Berteilung der Investitionsrisiken oder des Ertragswachstumspotenzial zurückgeführt werden.

### Grundsätzlich zwei Arten von Market Multiples

Aufgrund der unterschiedlichen Herkunft des Quellenmaterials kann man zwei verschiedene Market Multiples unterscheiden:

- **Trading Multiples**  
Verhältniszahlen, die auf Kursen börsenkotierter Unternehmen beruhen.
- **Transaction Multiples**  
Verhältniszahlen, die von effektiven Preisen von Unternehmenskäufen stammen.

Trading Multiples stützen sich auf Börsenkurse von vergleichbaren Gesellschaften. An der Aktienbörse treffen Angebot und Nachfrage für einzelne Titel aufeinander, so dass diese Kurse in der Regel als Marktpreise bezeichnet werden können. Vorsicht ist bei wenig liquiden Titeln geboten, wo beispielsweise die Mehrheit bei einem oder wenigen Hauptaktionären liegt. Aus illiquidem Handel resultierenden Börsenkurse können nicht für die Bestimmung eines repräsentativen Marktwertes verwendet werden.

Börsenkurse kommen aufgrund des Handels einer relativ geringen Zahl von Titeln zustande. Übernimmt ein Käufer die Mehrheit an einer börsenkotierten Gesellschaft übernimmt er auch die Kontrolle an der Firma und damit die Möglichkeit auf die zukünftige Strategie des Unternehmens einzuwirken. Für diesen Mehrwert bezahlen Investoren eine sogenannte Kontrollprämie, welche bei rund 20-30% anzusiedeln ist.

Tatsächlich entrichtete Preise werden bei Unternehmenskäufen oft nicht publiziert, was es schwierig macht, aussagekräftige Transaction Multiples zu berechnen. Sowohl Käufer als auch Verkäufer haben subjektive Beweggründe bei einer Transaktion. Diese persönlichen Umstände spielen möglicherweise eine grosse Rolle und finden letztendlich im bezahlten Preis Ausdruck. Auf der Käuferseite ist von erwarteten Synergien und strategischen Prämien wie beispielsweise Markteintritt oder Zugang zu Know-how die Rede. Auf Verkäuferseite spielen oft auch Sympathie und persönliche Beziehungen eine nicht zu unterschätzende Rolle. Für eine objektive Betrachtungsweise sind diese Einflüsse zu eliminieren, was aber angesichts des beschränkten Zugangs zu Basisdaten oft nicht möglich ist. Insofern sind Transaction Multiples mit grösster Zurückhaltung zu verwenden.

### Die wichtigsten Market Multiples in der Praxis

Zur Berechnung von Market Multiples wird eine Unternehmenskennzahl ins Verhältnis zum Unternehmenswert gesetzt. Der Unternehmenswert lässt sich anhand von Börsenkursen oder von publizierten M&A-Transaktionen ableiten. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Unterscheidung zwischen Brutto- und Nettounternehmenswert. Als Bruttounternehmenswert oder auch angelsächsisch „Enterprise Value“ bezeichnet man den Marktwert des Eigenkapitals („Equity Value“ oder auch „Market Capitalisation“) zuzüglich Finanzschulden und abzüglich nicht betriebliche Vermögenswerte (einfachheitshalber oft der Bestand an liquiden Mitteln).

Insofern können unterschiedliche Finanzierungs- und Vermögensstrukturen von Vergleichs- und Bewertungsobjekt sachgerecht miteinbezogen werden. Bei Nichtberücksichtigung dieser Unterscheidung in der Berechnung entstehen fehlerhafte Resultate, welche kaum als Basis für einen Investitionsentscheid dienen können.

Die gebräuchlichsten Multiples werden in nachfolgender Tabelle 2 gezeigt. Die ersten drei Multiples beziehen sich auf Netto- und die restlichen Multiples auf Bruttounternehmenswerte.

Tabelle 2: Die wichtigsten Market Multiples in der Praxis

Bezugsgrösse	Market Multiple	Anwendung / Vorteil
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Net Income</li> <li>▪ Cash Flow</li> <li>▪ Net Assets</li> <li>▪ EBIT</li> <li>▪ EBITDA</li> <li>▪ Net Sales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ P/E (Price/Earnings)</li> <li>▪ P/CF (Price/Cash Flow)</li> <li>▪ P/Book Value</li> <li>▪ EV/EBIT</li> <li>▪ EV/EBITDA</li> <li>▪ EV/Sales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Approximation für profitable Gesellschaften</li> <li>▪ Bei unterschiedlicher Rechnungslegung</li> <li>▪ Substanzlastige Gesellschaften</li> <li>▪ Elimination der Finanzierungsstruktur</li> <li>▪ Hoher Goodwill, rege Akquisitionstätigkeit</li> <li>▪ Für unrentable Gesellschaften mit hohem, unerschlossenem Ertragspotenzial</li> </ul>

- **Price/Earnings (P/E) oder Kurs-/Gewinn-Verhältnis (KGV)**  
P/E's werden aufgrund ihrer Einfachheit sehr oft gebraucht. Bei dieser Verhältniszahl wird der Aktienpreis in Verhältnis zum Reingewinn gesetzt. Das P/E multipliziert mit dem Gewinn des zu bewertenden Unternehmens ergibt somit den Aktienwert. Unter der Annahme konstanter Gewinn lässt sich aus dem Inversen des P/E's direkt die erwartete Verzinsung des investierten Kapitals ablesen. Ein P/E von 10 entspricht einer Verzinsung von 10%, ein P/E von 20 einer Verzinsung von 5%, usw. Nimmt man in Zukunft wachsende Gewinne an, so repräsentiert das Inverse des P/E die Differenz aus der Verzinsung des investierten Kapitals und aus der durchschnittlichen, jährlichen Wachstumsrate (g).
- **Price/Cash Flow**  
Dieses Multiple stützt sich auf den Cash Flow, welcher im Gegensatz zu den Gewinngrößen nicht durch beispielsweise überhöhte Abschreibungen direkt beeinflusst werden kann. Investitionen ins das Anlagevermögen sind im Vergleich zu den Abschreibungen jedoch grösseren Schwankungen unterworfen und einmalige Effekte bei der jährlichen Veränderung des Nettoumlaufvermögen können zu Verzerrungen führen. Dieses Multiple hat sich in der Praxis kaum durchgesetzt.
- **Price/Book Value**  
Dieses eher seltene Ratio kann für spezielle Branchen wie Lebensversicherungen, Banken oder Immobiliengesellschaften angewendet werden. In diesen Fällen steht die betriebliche Substanz in unmittelbarem direktem Zusammenhang mit der Ertragslage.
- **Enterprise Value (EV)/EBIT**  
Bei diesem Multiple geht man vom betrieblichen Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) aus und bewertet so die operative Betriebstätigkeit vor Finanzierungseinflüssen. Dieses Multiple kennt man vor allem im angelsächsischen Raum und bei Venture Capitalists, da sich die Aufteilung des Unternehmenswertes in einen operativen und in einen nicht-betrieblichen Teil leicht vornehmen lässt.

• **EV/EBITDA**

In den Abschreibungen (EBITDA, D für „depreciation“) und Goodwillamortisationen (EBITDA, A für „amortization“) sind oftmals die Spuren vergangener Akquisitionstätigkeit erkennbar. Diese Wertberichtigungen - welche je nach Rechnungslegung beträchtliche Unterschiede haben können - haben mit der Erzielung zukünftiger Erträge wenig gemeinsam und sollten deshalb als einmalige Effekte eliminiert werden. Dieses Multiple wird oft gebraucht und dürfte am ehesten professionellen Ansprüchen genügen.

• **Andere Market Multiples**

Als zusätzliche Vergleichsgrößen können je nach Branche und strategischer Bedeutung weitere Multiples gebildet werden. Als Beispiel können hier Price/Kunde (Leser, Abonnement, Kontoinhaber, ...) oder Price/Assets under Management erwähnt werden.

• **Branchenregeln**

Es gibt kaum eine Branche, welche nicht über eine Faustregel verfügt, wie Unternehmen angeblich gehandelt werden. Wir raten zur Zurückhaltung bei diesen Branchenursanzen, stellt sich doch meistens in Nachhinein heraus, dass diese Werte auf Gerüchten basieren und nicht haltbar sind.

Als illustratives Beispiel für einen Multiplesvergleich (siehe Tabelle 3) haben wir die Trading Multiples europäischer Mobilfunkunternehmen ermittelt.

Tabelle 3: Trading Multiples in der europäischen Mobilkommunikation

Company	Sales	EBITDA	EBIT	Market Cap	Total Debt	Enterprise Value (EV)	Debt / EV	EV / Sales	EV / EBITDA	EV / EBIT	PE	estimated P/E
Cosmote Mob Com. SA	1'201	-	386	3'117	-	-	-	-	-	-	10.5x	12.3x
Europolitan Vodafone AB	5'854	2'511	1'844	19'240	41	19'282	0.0x	3.3x	7.7x	10.5x	13.6x	15.4x
Filtronic Plc	281	38	13	82	94	176	0.5x	0.6x	4.6x	14.0x	-	11.2x
Millicom Intern. Cellular SA	645	212	58	119	1'456	1'585	0.9x	2.5x	7.5x	27.4x	-	-
Mobistar SA	998	155	16	1'509	916	2'425	0.4x	2.4x	15.7x	-	14.7x	9.6x
Orange SA	17'085	5'146	2'487	38'276	7'233	45'920	0.2x	2.7x	8.9x	18.5x	-	24.3x
mmO2 PLC	4'276	442	-697	4'422	1'446	5'868	0.2x	1.4x	13.3x	-	-	-
Vodafone-Panafon SA	985	379	270	2'825	7	2'831	0.0x	2.9x	7.5x	10.5x	17.5x	13.8x
Telefonica Moviles SA	9'140	3'736	2'332	26'243	8'224	34'452	0.2x	3.8x	9.2x	14.8x	-	15.4x
TIM SpA	10'867	4'870	3'358	34'235	2'519	37'124	0.1x	3.4x	7.6x	11.1x	29.4x	18.4x
Vodafone Telecel-Com. Pes.	1'025	288	164	1'832	47	1'879	0.0x	1.8x	6.5x	11.5x	17.9x	16.7x
Vodafone Group Plc	22'845	7'985	-5'891	81'983	13'903	98'741	0.1x	4.3x	12.4x	-	-	-
Vodafone Libertel NV	1'337	458	295	3'400	905	4'305	0.2x	3.2x	9.4x	14.6x	24.0x	14.6x
Average							0.24x	2.69x	9.2x	14.7x	18.2x	15.2x
Median							0.18x	2.78x	8.3x	14.0x	17.5x	15.0x
Std dev							0.27x	1.04x	3.1x	5.4x	6.5x	4.1x

**Anwendung und Grenzen**

Zur Berechnung des Marktwertes einer Unternehmung müssen Multiples von aus Investorensicht *vergleichbaren* Gesellschaften verwendet werden. Ein Unternehmen ist dann vergleichbar, wenn es

- in der gleichen Branche tätig ist;
- dieselben Märkte bearbeitet;
- über eine ähnliche Marktposition verfügt;

- in Breite und Tiefe analoge Sortimente anbietet;
- ungefähr gleich gross ist;
- über ein ähnliches Entwicklungspotenzial verfügt; und
- ähnliche Finanzkennzahlen aufweist.

Im Regelfall erfüllt keine Gesellschaft sämtliche der hier aufgeführten Kriterien, was die Grenzen der Marktwertmethode aufzeigt. In der Praxis werden aufgrund der mangelnden Vergleichbarkeit Anpassungen vorgenommen, was sich in Zu- oder Abschlägen vom Multiple niederschlägt:

- **Unternehmensgrösse**  
Der Markt bewertet die zwei bis drei bedeutendsten Anbieter in einer Branche erheblich höher als kleinere Unternehmen, was an der Aktienbörse beobachtet werden kann. Da Indikatoren über die Höhe einer entsprechenden Anpassung weitgehend fehlen, empfehle ich keine diesbezüglichen Mutationen vorzunehmen, diese jedoch in der Würdigung des Gesamtergebnisses nicht zu vergessen.
- **Illiquidität**  
Börsenkotierte Aktien sind in der Regel leicht verkäuflich, während die Veräusserbarkeit von privaten Unternehmen meist stark eingeschränkt und mit erheblichem Aufwand verbunden ist. In der Praxis lassen sich dafür Abzüge von 20-30% gegenüber kotierten Unternehmen beobachten.
- **Kontrollprämie**  
Gesellschaften werden an der Börse auf der Basis von Minderheitsanteilen gehandelt. Um die Kontrolle zu erhalten, sind Investoren üblicherweise bereit, eine Prämie von rund 30% zu entrichten. Bei der Bewertung eines Unternehmens auf der Basis 100% der Anteile sind entsprechende Aufschläge vorzunehmen.
- **Ausländischer Börsenplatz**  
Werden an ausländischen Börsenplätzen gehandelte Unternehmen herbeigezogen, so sind länderspezifische Anpassungen vorzunehmen. Neuere Entwicklungen zeigen aber, dass diese Unterschiede zunehmend verschwinden.
- **Relative Wachstumsdynamik**  
Das Entwicklungspotenzial einer Gesellschaft ist ein dominantes Kriterium bei einer Investitionsentscheidung. Entsprechende Erwartungen des Marktes sind in den beobachtbaren Aktienpreisen und somit im Multiple enthalten. Es gilt nun abzuschätzen, ob das Wachstumspotenzial des zu bewertenden Unternehmens grösser oder kleiner ist als dasjenige der im Vergleich verwendeten Gesellschaften (sogenannte Peer-Group). Die konkreten Erwartungen bezüglich dem zukünftigen Umsatzwachstum können von unabhängigen Aktienanalysten beschafft werden.
- **Volatilität der Erträge**  
Unternehmen mit im Zeitablauf schwankenden Erträgen werden von der Börse tiefer bewertet als solche mit konstantem Gewinnausweis. Diese Volatilität kann durch den Beta-Faktor ausgedrückt werden, welcher als Risikomass für einzelne Titel oder ganze Branchen berechnet wird. Im Vergleich zum bewertenden Unternehmen stellt sich die Frage, ob dieses gleichen Schwankungen unterworfen ist oder ob hier ein Unterschied besteht, welcher im Multiple anzupassen ist.
- **Diversifikationsgrad**  
Aktiengesellschaften, welche sich auf gewisse Marktsegmente oder Nischen konzentrieren, sind in der Regel profitabler als ungefähr gleich grosse Anbieter, welche den

gesamten Markt abdecken. Auf der anderen Seite ist ein spezialisierter Anbieter per Definition weniger diversifiziert und daher verletzlicher und risikobehafteter. Das Ausmass der Diversifikation ist in diesem Zusammenhang bezüglich Tätigkeitsgebieten und geographischen Regionen zu vergleichen.

- **Abhängigkeiten**

Sowohl die zu bewertenden als auch vergleichbaren Unternehmen können von einzelnen Grosskunden, einer Führungspersönlichkeit oder von gewissen Technologien abhängig sein. Solche Abhängigkeiten sind mit einem Zu- oder Abschlag gebührend zu berücksichtigen.

- **Corporate Governance**

Investoren sind angeblich bereit, für die Gewissheit einer funktionierenden Corporate Governance eine stattliche Prämie zu bezahlen. Verschiedene Codes of Conduct halten fest, was im Bereich Corporate Governance zur „good business practice“ gehört und was nicht. Insofern sollte die Peer Group mit dem Bewertungsobjekt verglichen werden. Anpassungen dürften allerdings schwierig sein, da es (noch) keine empirischen Indikatoren über die Höhe möglicher Zu- oder Abschläge gibt.

### **Vorsicht bei unterschiedlicher Rechnungslegung und bei nicht-betrieblichen Vermögenswerten**

Neben den erwähnten Einflussfaktoren sind weitere Umstände zu berücksichtigen, welche nicht mit Zu- oder Abschlägen gelöst werden können. Bei der Anwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards können sich nicht nur bei Abschreibungen, Amortisationen, Rückstellungsbildung erhebliche Unterschiede ergeben, sondern auch etwa bei der Verbuchung von Beteiligungsprogrammen, Wertveränderungen von Liegenschaften, nichtbetrieblichen, periodenfremden und ausserordentlichen Positionen usw. Die Wichtigkeit dieser Unterschiede ist in der konkreten Praxis nicht eindeutig bestimmbar, was die Aussagekraft eines Vergleichs erheblich einschränken kann.

### **Gleichzeitiger Einsatz von mehreren Multiples**

Um die Verlässlichkeit des Marktwertes zu erhöhen, sollten gleichzeitig mehrere Multiples verwendet und einander gegenüber gestellt werden. Aus dieser Gegenüberstellung können sich interessante Fragestellungen ergeben. Bei beispielsweise einem relativ hohen Sales Multiple und einem relativ tiefen EBIT Multiple sind mehrere Interpretationen möglich. Die Peer Group arbeitet also profitabler als das Bewertungsobjekt. Falls der Unterschied in der Profitabilität temporärer Natur ist, orientiert sich die Wertempfehlung am Sales Multiple abzüglich einem Abzug für die vorübergehende Minderverzinsung des investierten Kapitals. Falls der Unterschied nicht absehbarer Zeit eingeholt werden kann, so ist eher das EBIT-Multiple anzuwenden. Möglicherweise muss bei grossen Unterschieden die Zusammensetzung der Peer Group nochmals hinterfragt werden. Ebenso interessante Hinweise gibt die Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse von beispielsweise EBITDA-Multiples mit substanzorientierten Multiples wie „Price/Book Value“, da sich hiermit Unterschiede in der Effektivität und Effizienz des investierten Kapitals zeigen.

### **Marktwertmethode nicht isoliert anwenden**

Market Multiples werden zunehmend zur Berechnung von Marktwerten verwendet. Die sachgerechte Anwendung und Interpretation sieht einfach aus, fordert in der Praxis aber Fachwissen, Erfahrung und Objektivität vom Bewertenden. Die öffentlich erhältlichen Finanzdaten und berechneten Bewertungsergebnisse sind in hohem Masse interpretationsbedürftig und müssen mit Zu- und Abschlägen auf den konkreten Einzelfall angepasst werden. Da diese

Anpassungen erheblich sein können, sollten sie nur durch erfahrene Bewertungsspezialisten vorgenommen werden. Diese wiederum sollten vermehrt die Transparenz dieser Anpassungen und der dahinter stehenden Überlegungen verbessern, damit sich auch der nicht fachkundige Leser eine eigene Meinung bilden kann.

Wie je andere Bewertungsmethode sollte auch die Marktwertmethode nie isoliert angewendet werden. Eine gesicherte, qualitativ hochstehende Bewertung zieht alle gängigen Methoden mit ein. Je nach Ausgangslage kann dabei eine bestimmte Methode als Wertempfehlung besser geeignet sein als die anderen. Diese sollten aber zur Bestätigung der Ergebnisse ermittelt werden, geben sie doch wichtige Hinweise über die Volatilität und die Interpretation der Bewertungsergebnisse.