

Der Einfluss von Unternehmensgrössen auf Bewertungsmultiples

In diesem Artikel stellen wir die Studie von Hoffmann & Partner zum Thema Grössenabschläge auf Bewertungsmultiples vor. Im Schweizer KMU-Markt herrscht zurzeit viel Dynamik bezüglich Nachfolgesuche, Management-Buyouts sowie Verkauf und Kauf von Unternehmen (M&A). Im Normalfall benötigen die Parteien eine Bewertungsgrundlage auf die sie sich in den Verhandlungen stützen können. Dafür werden oft sogenannte Multiples von vergleichbaren Transaktionen verwendet. Dies bedeutet, dass die Firmenwerte aus früheren Transaktionen in Relation zum Gewinnen bzw. Umsatz der verkauften Firma gestellt werden. Diese Relation («Multiple») sollte bei Firmen in derselben Branche mit ähnlicher, Grösse, Risiko und Wachstumsaussichten gleich oder ähnlich hoch sein. Daher spricht man auch vom relativen Bewertungsansatz.

Die Problematik bei der KMU-Bewertung liegt darin, dass oft Multiples von Grossfirmen hinzugezogen werden, da viele Industriebereiche auf grössere Firmen ausgerichtet sind. In dem Fall sollte ein Grössenabschlag vorgenommen werden. Wie hoch der Abschlag sein soll, ist die 2. Problematik. Oft ist man sich in der Praxis diesbezüglich uneinig.

Aufbauend auf bestehenden wissenschaftlichen Artikeln (z.B. Schmid Fabian, Hüttche Tobias (2020): Zu- und Abschläge bei der Unternehmensbewertung), die den Zusammenhang zwischen der Höhe der Multiples bzw. der Abschläge und der Unternehmensgrösse untersuchen, hat sich Hoffmann & Partner für diesen Artikel auf Unternehmen mit einem Unternehmenswert von bis zu USDm 100 fokussiert. In diesem Zusammenhang legt Hoffmann & Partner Daten primär für KMU dar und vergleicht sie zu grösserer Unternehmen in der Branche.

Datenerhebung dieses Artikels

Für diesen Artikel haben wir die Daten der EV/EBITDA-, EV/EBIT- und EV/Revenue-Multiples der elf verschiedenen Industrieklassifikationen von Standard & Poor's Capital IQ erhoben. Als zusätzliche Restriktionen wurden alle europäischen Transaktionen zwischen 2018 und 2022 betrachtet, bei denen mehr als 50% des Unternehmens transferiert wurde. Insgesamt wurden somit die Daten von circa

66'000 Transaktionen ausgewertet, wenngleich bei vielen die Multiples nicht öffentlich zugänglich waren. Somit liegt die Repräsentanz dieser Überlegungen im Auge des Lesers (Anzahl Multiples pro Industrie und/oder Cluster siehe Anhang 1). Die Transaktionen pro Industrie wurden jeweils in vier verschiedene Bereiche geclustert. Nämlich in Cluster bei denen der Unternehmenswert in USDm bis zu 20, zwischen 20 und 50, zwischen 50 und 100 und grösser als 100 war. Um Verzerrungen zu vermeiden, basieren die Grafiken jeweils auf Grundlage der Median-Werte. Bei den Darstellungen dienen jeweils die Werte der Multiples des grössten Clusters als Referenz, worauf sich sowohl bei der Darstellung der Multiples als auch bei der Darstellung der Abschläge bezogen wird.

Darstellung der Ergebnisse

Die Auswertung der Daten über alle betrachteten Multiples (siehe Anhang 2) und deren Abschläge hinweg, lässt vermuten, dass der Wert eines Unternehmens neben der Industrie auch von der Unternehmensgrösse beeinflusst wird. Gleiches gilt für den Abschlag auf Multiples.

Der Median des Multiples sinkt von 12.20 (für >USD 100m) über 10.20 (für > USD 50m – 100m) und 8.73 (für > USD 20m – 50m) auf 6.72 (für \leq USD 20m). **Analog dazu steigt der Abschlag des Medians vom Referenzcluster ausgehend von 16.39% (für > USD 50m – 100m) über 28.44% (für > USD 20m – 50m) auf 44.92% (für \leq USD 20m).**

Betrachten wir exemplarisch den EV/EBITDA-Multiple, so lässt sich feststellen, dass verglichen mit den Referenztransaktionen der Multiple im Median durchschnittlich umso geringer wird, umso kleiner der Unternehmenswert ist (siehe Abbildung 1). Die Trendlinie bestätigt die Vermutung, dass der Multiple negativ vom Unternehmenswert beeinflusst wird, umso geringer der Unternehmenswert ist.

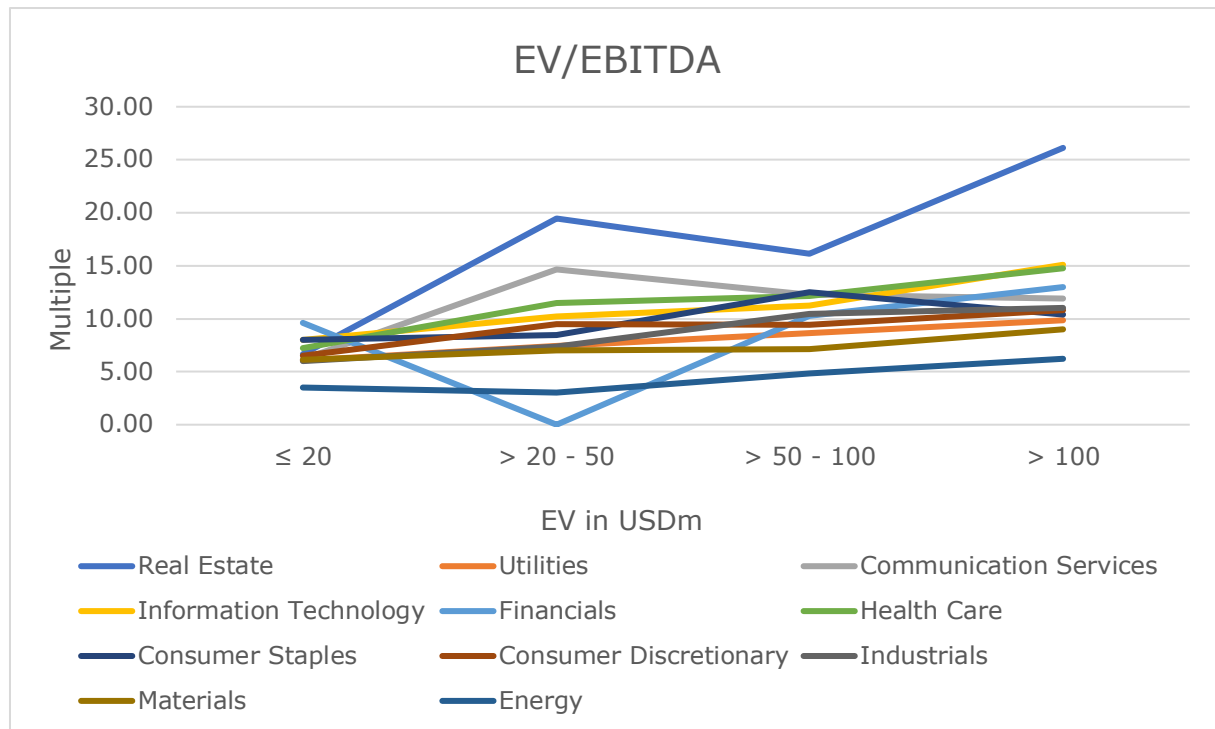


Abbildung 1

Bei dem Abschlag auf Multiples lässt sich beim Vergleich mit dem Referenzcluster feststellen, dass der Median des Abschlags umso grösser wird, umso kleiner der Transaktionswert ist (siehe Abbildung 2). Die Trendlinie bestätigt die Vermutung, dass der Abschlag auf Multiples positiv vom Unternehmenswert beeinflusst wird, umso geringer der Unternehmenswert ist.

Diese Aussagen gelten analog für den EV/EBIT- (siehe Anhang 3 und Anhang 4) und den EV/Revenues-Multiple (siehe Anhang 5 und Anhang 6). Auch hier lassen sich bei den Multiples und deren Abschläge diese vorher genannten Trends erkennen.

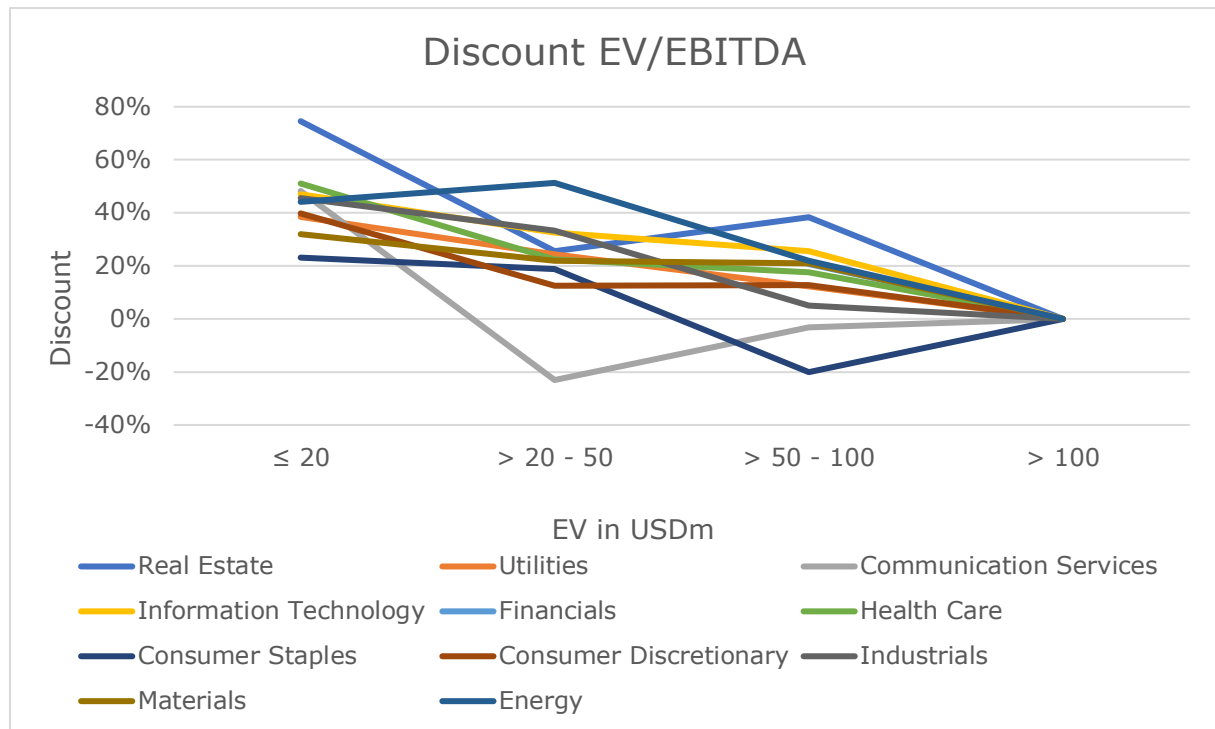


Abbildung 2

Dieser Artikel gibt nur einen Überblick über die Bewertung von Unternehmen unter Abhängigkeit derer Grösse und Industrie und zeigt lediglich Trends auf. Wenden sie sich gerne an unser M&A-Team, wenn Sie mehr über die Bewertungsansätze von Hoffmann & Partner erfahren möchten oder sie Unterstützung bei einem konkreten Corporate Finance Anwendungsfall benötigen.

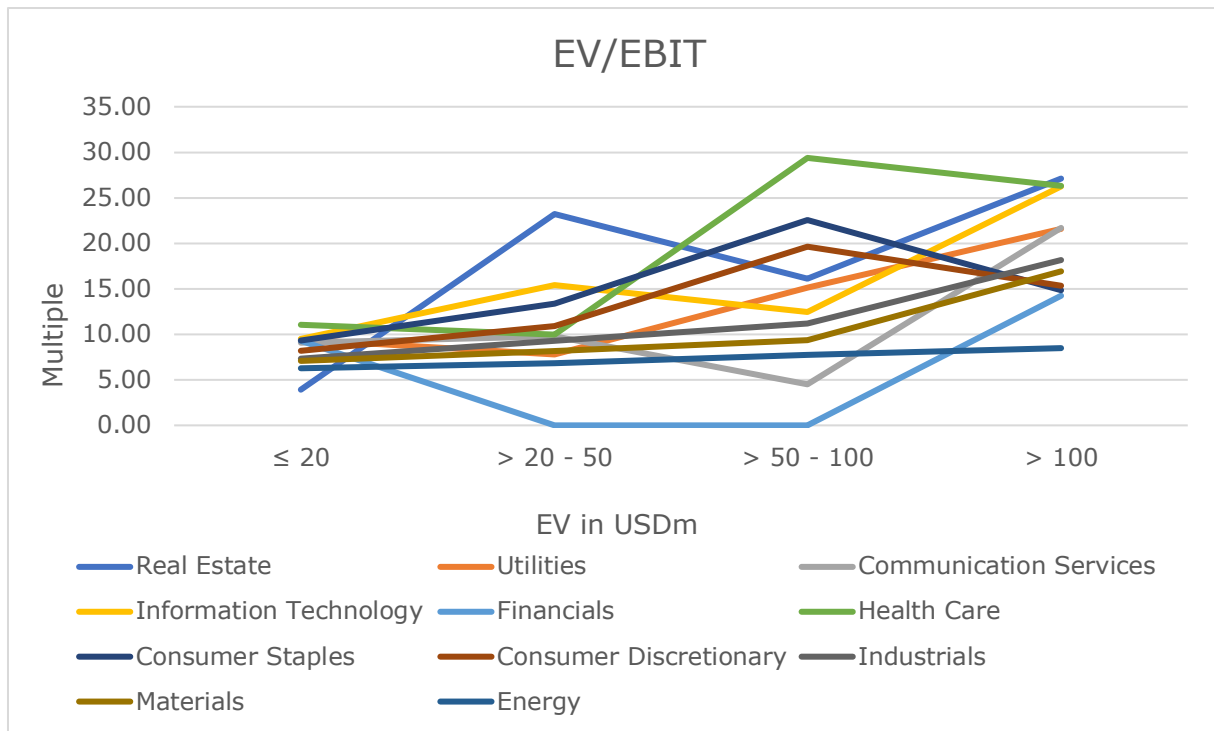
Anhang

Real Estate	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Criteria	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV
Median	12.12	6.65	3.92	9.09	15.43	19.46	23.21	32.19	16.51	16.12	16.13	68.30	16.91	26.12	27.11	185.87
Nr. of Transactions	170	2	6	1'441	79	4	6	1'143	54	4	7	844	169	57	69	1'352
Discount	28.33%	74.54%	85.54%		8.75%	25.50%	14.40%		2.40%	38.28%	40.50%					
Utilities	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	0.74	6.07	9.40	4.02	4.92	7.46	7.79	33.37	1.58	8.64	15.15	70.25	4.59	9.86	21.59	294.91
Nr. of Transactions	17	8	3	208	6	3	1	102	6	6	3	58	26	26	18	180
Discount	83.94%	38.46%	56.45%		-7.19%	24.30%	63.91%		65.69%	12.33%	29.81%					
Comm. Services	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	1.02	6.17	9.11	3.46	1.82	14.65	9.78	32.95	2.24	12.28	4.51	68.59	3.03	11.91	21.69	375.00
Nr. of Transactions	114	50	17	488	49	23	14	129	22	13	3	65	106	90	61	241
Discount	66.28%	48.22%	58.00%		39.83%	-23.06%	54.93%		26.12%	-3.15%	79.21%					
IT	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	1.36	8.00	9.50	5.09	2.15	10.19	15.43	30.57	2.31	11.24	12.43	68.42	3.00	15.09	26.25	257.44
Nr. of Transactions	383	135	55	1'143	133	41	29	345	67	26	18	169	171	108	69	331
Discount	54.67%	46.98%	63.81%		28.33%	32.47%	41.22%		23.00%	25.51%	52.65%					
Financials	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	2.50	9.63	9.28	3.05	0.39	n/a	n/a	38.30	3.75	10.30	n/a	69.60	4.97	12.99	14.24	743.54
Nr. of Transactions	9.00	2.00	2.00	68.00	3	0	0	13	2	2	0	11	8	12	7	26
Discount	49.65%	25.88%	34.87%		92.23%	n/a	n/a		24.57%	20.68%	n/a					
Health Care	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	1.48	7.23	11.02	5.87	2.20	11.46	9.97	30.65	2.98	12.15	29.38	72.82	3.90	14.76	26.32	294.39
Nr. of Transactions	123	36	6	509	49	17	8	187	30	10	5	95	115	60	39	291
Discount	62.05%	51.05%	58.13%		43.59%	22.36%	62.12%		23.59%	17.68%	-11.63%					
Cons. Staples	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	0.79	8.01	9.32	3.40	1.29	8.47	13.40	31.86	1.75	12.50	22.56	69.41	1.46	10.41	14.85	329.36
Nr. of Transactions	74	20	8	336	33	14	7	109	25	13	6	64	75	41	29	139
Discount	45.75%	23.10%	37.24%		11.64%	18.68%	9.76%		-19.86%	-20.08%	-51.89%					
Cons. Discretionary	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	0.71	6.51	8.19	4.30	1.12	9.46	10.89	30.35	1.16	9.43	19.63	69.89	1.37	10.81	15.31	299.87
Nr. of Transactions	171	51	23	823	63	36	15	243	52	23	12	185	167	114	82	380
Discount	48.39%	39.78%	46.51%		18.25%	12.49%	28.87%		15.33%	12.77%	-28.22%					
Industrials	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	0.66	6.00	7.33	4.15	1.00	7.36	9.27	30.31	1.23	10.46	11.17	69.16	1.57	11.02	18.16	333.96
Nr. of Transactions	461	143	82	1'269	158	58	27	353	96	32	24	208	230	139	99	430
Discount	57.90%	45.55%	59.64%		36.56%	33.21%	48.95%		21.66%	5.08%	38.52%					
Materials	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	0.57	6.13	7.08	3.47	1.13	7.04	8.19	33.17	1.01	7.12	9.33	75.00	1.36	9.00	16.92	343.77
Nr. of Transactions	49	16	3	304	36	14	6	95	26	12	5	75	118	83	43	206
Discount	58.31%	31.94%	58.16%		17.28%	21.83%	51.63%		25.44%	20.89%	44.86%					
Energy	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Median	0.27	3.48	6.27	2.91	1.03	3.03	6.86	38.94	1.79	4.85	7.73	77.67	2.13	6.22	8.49	385.40
Nr. of Transactions	7	3	1	82	7	3	2	40	3	2	1	18	27	26	18	92
Discount	87.16%	44.05%	26.10%		51.64%	51.29%	19.15%		15.96%	22.03%	8.90%					

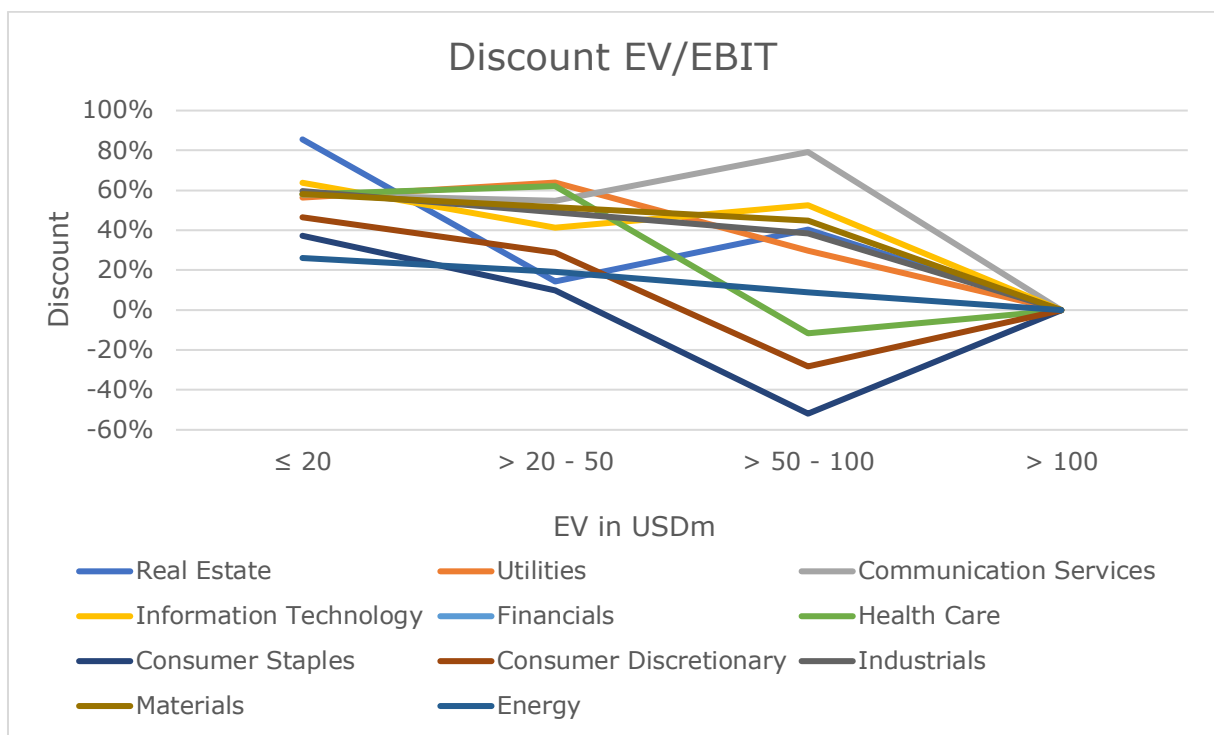
Anhang 1

All Industries	EV in USDm ≤ 20				EV in USDm > 20 - 50				EV in USDm > 50 - 100				EV in USDm > 100			
Criteria	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV	EV/Rev.	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV
Median	1.02	6.72	8.08	5.22	1.67	8.73	11.00	31.59	1.75	10.20	13.58	69.27	2.49	12.20	20.63	246.46
Nr. of Transactions	1'578	466	206	6'671	616	213	115	2'758	383	143	84	1'792	1'212	756	534	3'668
Discount	58.95%	44.92%	60.85%		33.00%	28.44%	46.67%		29.58%	16.39%	34.18%					

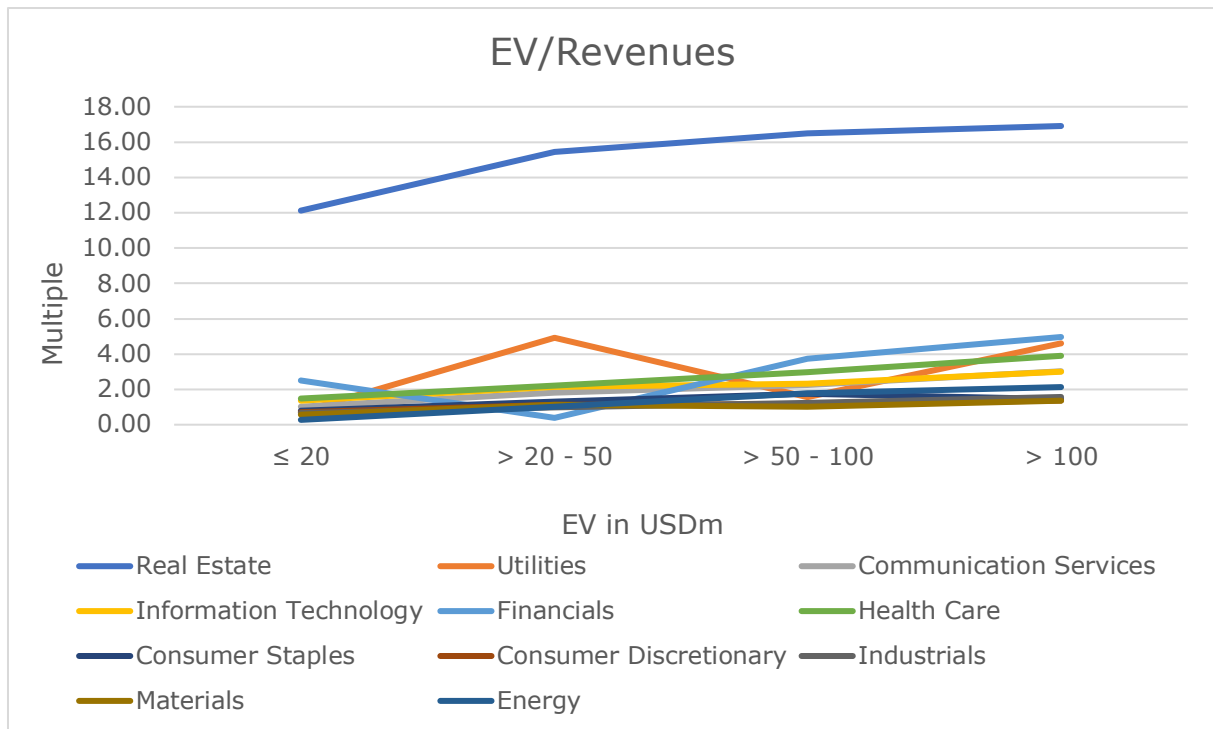
Anhang 2



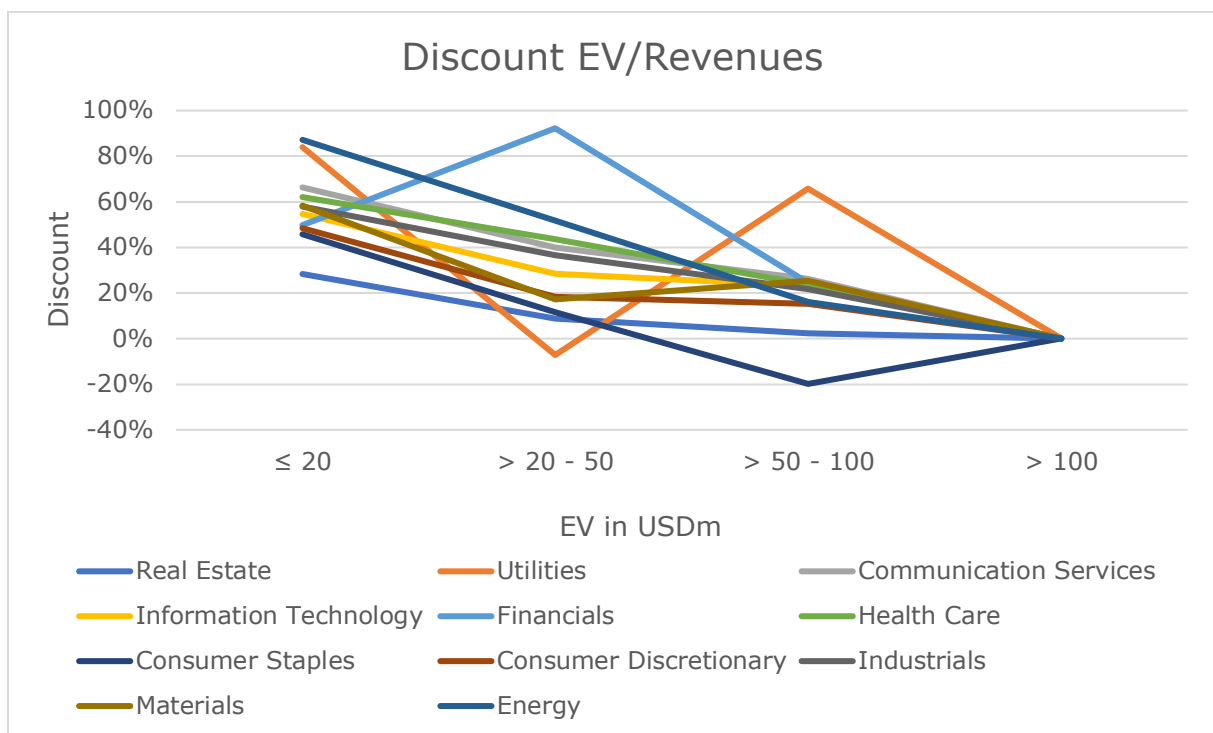
Anhang 3



Anhang 4



Anhang 5



Anhang 6