



Bewertung eines KMU mittels DCF: in fünf Schritten zum Ziel

Die 2018 überarbeitete Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU» sieht auch für die Bewertung von kleineren und mittleren Unternehmen die DCF-Methode vor.¹ Der nachfolgende Beitrag stellt die fünf Schritte im Gesamtüberblick dar und gibt konkrete Handlungsempfehlungen ab.

■ Von Dr. Fabian Schmid und Prof. Dr. Tobias Hüttche

Zukünftige Cashflows sind ausschlaggebend

Die DCF-Methode ermittelt den Wert einer Unternehmung im Gegensatz zur Ertragswertmethode auf Basis von zukünftigen Cashflows und nicht Gewinnen. Dies hat den Vorteil, dass Investitionen und Kapitalbindungen im Anlage- und Nettoumlaufvermögen explizit berücksichtigt werden. Da Free Cashflows anteilmässig sowohl den Fremd- wie auch den Eigenkapitalgebern zustehen, sind diese auch mit einem Kapitalkostensatz zu diskontieren, der die Renditeerwartungen beider Investorengruppen widerspiegelt, dem sogenannten WACC. Besonderes Augenmerk gilt dem Restwert, der nicht selten deutlich mehr als 50% des Unternehmenswerts ausmachen kann. Die Summe der Barwerte der Free Cashflows sowie des Restwerts ergibt den Bruttounternehmenswert (Entity Value), von welchem die Finanzverbindlichkeiten zu subtrahieren und allfällige nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte (z.B. überschüssige

flüssige Mittel) zu addieren sind, um den Nettounternehmenswert (Equity Value) zu erhalten (vgl. Abbildung 1).

Schritt 1: Prognose der Free Cashflows

Die zukünftigen Free Cashflows werden in der Regel nicht direkt prognostiziert, sondern über eine integrierte Finanzplanung (Plan-Bilanz, Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Geldflussrechnung) hergeleitet. Basis bildet eine saubere Aufbereitung und Analyse der letzten drei bis fünf Jahre. Nicht betriebliche Positionen und stille Reserven sind zu bereinigen und notwendige Normalisierungen (z.B. Geschäftsführerlohn) vorzunehmen. Um Trends in der Umsatzentwicklung und in den Margen festzustellen, ist eine reine Vergangenheitsanalyse jedoch nicht ausreichend. Zentral ist, dass das Geschäftsmodell samt seinen Werttreibern verstanden und die Markt- bzw. Branchenentwicklung berücksichtigt wird. So dürfte sich beispielsweise die Taxibranche aufgrund zunehmender Konkurrenz (Uber, Lyft

etc.) in der Zukunft deutlich anders entwickeln als in der Vergangenheit.

Sobald realistische (nicht vorsichtige) Planungsrechnungen stehen, lässt sich der bewertungsrelevante Free Cashflow relativ einfach herleiten. Ausgehend vom EBIT werden die Steuern berechnet, die nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen aufgerechnet und allfällige Investitionen ins Anlage- und Nettoumlaufvermögen subtrahiert (vgl. Abbildung 2). Im Vergleich zur Ertragswertmethode wird die Kapitalbindung dabei explizit berücksichtigt, und ein allfälliges Missverhältnis zwischen Investitionen und Abschreibungen kommt zum Vorschein.

Schritt 2: Bestimmung der Kapitalkosten

Da es sich bei den Free Cashflows um zukünftige Werte handelt, müssen auch die Kapitalkosten die zukünftigen Renditeerwartungen der Investoren widerspiegeln. Da diese in der Praxis jedoch typischerweise nicht verfügbar bzw. erfragbar sind, stützt man sich häufig auf ein weitverbreitetes und anerkanntes Modell, das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dabei werden die Eigenkapitalkosten aus einer Kombination von risikolosem Zinssatz, Marktrisiko-prämie und Beta verstanden, im KMU-Umfeld oftmals in Ergänzung um eine Small-Cap-Prämie, welche dem erhöhten Risiko von kleinen Unternehmen Rechnung trägt (z.B. eingeschränkte Handelbarkeit/Liquidität der Aktien).

Die fünf Schritte lassen sich wie folgt im Überblick darstellen:²

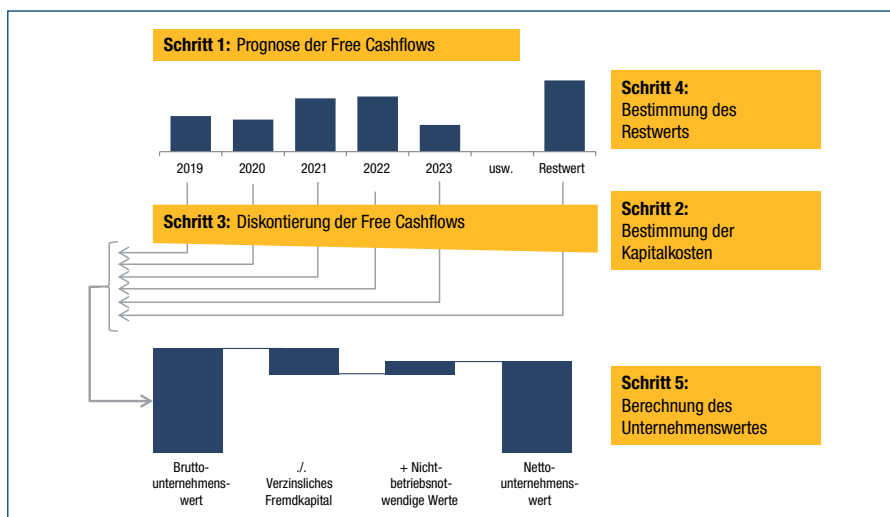


Abbildung 1: Die fünf Schritte einer DCF-Bewertung

Wichtig ist, dass die einzelnen Bausteine nicht isoliert betrachtet werden, sondern zueinander passen und in sich stimmig sind. So ist bei der Bestimmung der Marktrisiko-prämie bzw. des risikolosen Zinssatzes die entscheidende Frage, welche durchschnittliche Rendite am Aktienmarkt erwartet wird. Geht man für die Schweiz auch in Zukunft von einer durchschnittlichen Aktienrendite von 7–8% aus,³ ist sicherzustellen, dass die Summe aus risikolosem Zinssatz und Marktrisiko-prämie in etwa dieser erwarteten Grösse entspricht. Wie die Marktrendite auf die beiden Komponenten aufgeteilt wird, hat im Gesamtkontext der Unternehmensbewertung letztlich eine eher untergeordnete Bedeutung.

Etwas anspruchsvoller und technischer ist die Bestimmung des Betafaktors, also die Frage,



	EBIT
-	Steuern [EBIT × s]
=	Net Operating Profit After Taxes (NOPAT) [EBIT × (1-s)]
+	Abschreibungen
-/+	Investitionen (-)/Desinvestitionen (+) Anlagevermögen
-/+	Investitionen (-)/Desinvestitionen (+) Nettoumlaufvermögen
+/-	Zunahme (+)/Abnahme (-) langfristiges unverzinsliches Fremdkapital
+/-	sonstige liquiditätswirksame Aufwände (+)/Erträge (-)
=	Free Casflow (Entity)

Abbildung 2: Schema zur Herleitung des Free Cashflows

wie stark die Unternehmung von allgemeinen Marktschwankungen abhängt. Da sich das Beta für nichtkotierte Unternehmen wie KMU nicht direkt beobachten bzw. berechnen lässt, muss dieses alternativ geschätzt werden. Haupttreiber dieses Faktors dürften einerseits die Industriezugehörigkeit und andererseits die Kosten- und Kapitalstruktur sein. Es kann entweder manuell eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) zusammengestellt oder auf einen Branchendurchschnitt abgestellt werden. Im Internet bzw. in Fachzeitschriften werden regelmässig Branchenbetas publiziert.⁴ Alternativ bieten sich webbasierte Bewertungslösungen an, bei welchen solche Vergleichsgruppen einfach zusammengestellt werden können und die Marktdaten stets gepflegt und aktuell sind.⁵

Zu guter Letzt sind die Eigen- und Fremdkapitalkosten mit ihren jeweiligen Kapitalantei-

len zu gewichten. Da die Investorensicht auf Marktwerten basiert und Buchwerte in der Regel nur eine untergeordnete Bedeutung haben, müssen auch die Kapitalkosten zu Marktwerten gewichtet werden. Beim Fremdkapital sind das in der Regel die Finanzverbindlichkeiten. Beim Eigenkapital wird es etwas schwieriger, da der Marktwert ja das eigentliche Ergebnis der Bewertung darstellt. Folglich ist mittels Iteration sicherzustellen, dass die bei den Kapitalkosten angenommene Kapitalstruktur zum Verhältnis von Netto- zu Bruttounternehmenswert passt resp. eine realistische und erreichbare Zielkapitalstruktur unterstellt wird.

Schritt 3: Diskontierung der Free Cashflows

Nachdem die Free Cashflows für die Detailplanungsphase und die Kapitalkosten vorliegen, können erstere auf den Bewertungs-

stichtag abgezinst bzw. diskontiert werden. Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass zukünftige Cashflows aufgrund des Risikos und alternativer Anlagemöglichkeiten aus heutiger Sicht weniger Wert haben. Die Diskontierung trägt dem Zeitwert des Geldes Rechnung und macht zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallende Cashflows vergleich- und addierbar.

Schritt 4: Bestimmung des Restwerts

Besondere Bedeutung kommt der Bestimmung des Restwerts (auch Residualwert oder Terminal Value genannt) zu. Da bei einer Unternehmungsbewertung typischerweise von einer ewigen Lebensdauer ausgegangen wird, fasst der Residualwert sämtliche nach dem letzten Detailplanungsjahr erwarteten Free Cashflows in Form einer ewigen Rente (kapitalisierte zukünftige Free Cashflows) zusammen. Dabei gilt es auch, eine Annahme über die langfristig erwartete Wachstumsrate zu treffen.

Es existieren mehrere Konzepte, um den Restwert zu bestimmen. Die wohl am häufigsten anzutreffende Form ist die ewige Fortschreibung des Free Cashflows des letzten Detailplanungsjahrs, mit oder ohne Wachstum. Dieses Vorgehen liefert allerdings nur dann ein zuverlässiges Resultat, wenn das Bewertungsobjekt zu jenem Zeitpunkt seinen «eingeschwungenen» Zustand bereits erreicht hat. Weichen die Investitionen beispielsweise von den Abschreibungen ab oder gab es im letzten Planjahr grössere Veränderungen im

ArbeitszeitManager.ch

WEKA

Zeiterfassung für KMU – kostengünstig, rechtskonform und einfach.

Bereits ab CHF 2.50 pro Mitarbeiter und Monat!

Jetzt 45 Tage kostenlos testen!



Nettoumlaufvermögen, so kann noch nicht von einem ewigen Gleichgewichtszustand ausgegangen werden. Folglich müsste die Detailplanungsphase verlängert oder der Restwert alternativ hergeleitet werden.

Ein aus theoretischer und praktischer Sicht schlüssiges Konzept zur Ermittlung des Restwerts ist das Wertfaktorenmodell. Dabei stellt man sich auf den Standpunkt, dass ewig keine Überrenditen erzielbar sind, was insbesondere bei KMU durchaus realistisch sein dürfte, und dass eine Unternehmung nur ewig wachsen kann, wenn sie entsprechend investiert.

Strebt eine Unternehmung bis in alle Ewigkeit ein Wachstum an, so muss sie Jahr für Jahr einen Teil des operativen Cashflows zurückbehalten und nebst Ersatzinvestitionen auch Erweiterungsinvestitionen tätigen. Dies schmälert den Free Cashflow. Im Gleichgewicht neutralisieren sich diese beiden Effekte (Investitionen und Wachstum), sodass Wachstum keinen zusätzlichen Wertbeitrag mehr stiftet.

Die entscheidende Frage beschränkt sich also darauf, wie lange die Unternehmung in der Lage sein wird, Überrenditen zu erzielen, und somit wie lange der Detailplanungszeitraum angesetzt werden soll.

Schritt 5: Berechnung des Unternehmenswerts

In einem letzten Schritt sind der Barwert der Free Cashflows des Detailplanungszeitraums sowie der Barwert des Restwerts zu addieren. Die Summe entspricht dem Bruttounternehmenswert. Um den Nettounternehmenswert bzw. den Wert des Eigenkapitals (Aktienwert) zu erhalten, ist das verzinsliche Fremdkapital per Bewertungsstichtag zu subtrahieren und sind allfällige nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte wie überschüssige flüssige Mittel, Immobilien etc. zu addieren.

Fazit

Die Anwendung der DCF-Methode ist in aller Regel auch bei KMU möglich. Voraussetzung sind eine seriöse Aufbereitung, Analyse und Bereinigung der Vergangenheit, ein Verständnis für aktuelle Branchen- und Marktentwicklungen, ein sauber verknüpftes, integriertes Finanzmodell, plausible Kapitalkosten und eine realistische Restwertableitung.

Der grosse Vorteil der Methode liegt darin, dass man sich zu allen wesentlichen Werttreibern, sprich der Marge, dem Wachstum, den Investitionen und dem Risiko, Gedanken machen muss. Die Modellierung resp. Verknüpfung der einzelnen Elemente und die Herleitung der Kapitalkosten lässt sich weitestgehend automatisieren bzw. mit einem

Bewertungstool abdecken, die Diskussion mit dem Management über die Zukunft der Unternehmung hingegen nicht.

FUSSNOTEN

- 1 Vgl. EXPERTsuisse (2018): Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU); Hüttche/Meier-Mazzucato (2018): Kommentierung der Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) von EXPERTsuisse, in: EXPERTsuisse (Hrsg.), Unternehmensbewertung von Schweizer KMU.
- 2 Vgl. Schmid (2019): Bewertung eines KMU mittels DCF-Methode: Schritt für Schritt, in: Mathis/Nobs (Hrsg.), Jahrbuch Treuhand und Revision 2019, S. 25–60.
- 3 Vgl. Pictet (2019): Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2018).
- 4 Vgl. Schmid/Hüttche (2019): Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, EXPERT FOCUS 4/2019, S. 268–277; <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>; EY (2019): Valuation Market Essentials Switzerland; KPMG (2018): Kapitalkostenstudie.
- 5 Siehe z.B. <https://app.wevalue.ch>.

AUTOREN



Fabian Schmid, Dr. rer. pol., CVA, ist Geschäftsführer der wevalue AG und Dozent für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft FHNW.



Prof. Dr. Tobias Hüttche, Prof. Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, CVA, ist unter anderem Verwaltungsrat der wevalue AG und Leiter Institut für Finanzmanagement der Hochschule für Wirtschaft FHNW.