

EBIT-Multiplikatoren – Was ist mein Unternehmen wert?

von Hans-Jürgen Kenntner – HJK management consultancy

Man könnte sie als die Gretchenfrage im M&A-Prozess bezeichnen – die Frage nach dem Unternehmenswert bzw. damit auch nach dem angestrebten Kaufpreis für das zur Veräußerung stehende Unternehmen. M&A-Projekte folgen in aller Regel einem ähnlichen Procedere, in dem, stark vereinfacht dargestellt, der Phase der Information und strategische Sondierung die Phase der Bewertung bzw. Kaufpreisfindung folgt.

Das Ergebnis der Verhandlungen mag sicherlich in erheblichem Maße abhängig von der Sensibilität und dem Verhandlungsgeschick der beteiligten Parteien sein. In jedem Fall ist es jedoch hilfreich, wenn die jeweils vorgetragenen Kaufpreisvorstellungen qualifiziert unterlegt werden können.

Auch wenn ein Unternehmen bekanntlich nur soviel wert, wie jemand bereit ist, dafür zu bezahlen, ist es wichtig, vor oder im Rahmen einer geplanten Transaktion die Bandbreite eines möglichen Verkaufspreises fundiert abzuschätzen. In diesem Zusammenhang haben sich in der M&A-Praxis so genannte EBIT-Multiplikatoren durchgesetzt und bewährt.

Das Grundprinzip an sich ist einfach – ausgehend vom nachhaltigen EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), also dem Gewinn vor Steuern und Zinsen wird mittels eines branchentypischen Multiplikator ein rechnerischer Unternehmenswert abgeleitet.

Zusätzlich wird üblicherweise bei einer Preisindikation die so genannte Nettofinanzverschuldung vom genannten rechnerischen Unternehmenswert abgezogen bzw. der Bestand an flüssigen Mitteln oder Cash-Äquivalenten addiert. Damit soll der individuellen Finanzierungsstruktur des Unternehmens zum Transaktionszeitpunkt Rechnung getragen werden, d. h. beispielsweise, dass sich höhere Liquidität aus thesaurierten Gewinnen Wert erhöhend auf den Kaufpreis auswirkt.

Rechenbeispiel:

	Werte in T€
Vorsteuerergebnis	3.000
- Zinserträge	-50
+ Zinsaufwand	550
= EBIT	3.500
X branchenüblicher Multiplikator	6
= Unternehmenswert	21.000
- Bankschulden	-2.500
- sonstige zinstragende Verbindlichkeiten (z.B. Mezzanine)	-5.000
+ Flüssige Mittel (Festgeld, Kasse, etc.)	+500
<i>(Zwischensumme Nettofinanzverschuldung)</i>	<i>(7.000)</i>
= Eigenkapitalwert („Kaufpreis“)	14.000

Die Multiplikatoren selbst werden zumeist empirisch aus getätigten Transaktionen von größeren Investmentbanken und Beratungshäuser aber auch der Wirtschaftspresse abgeleitet. Börsennotierte Unternehmen bieten darüber hinaus durch ihre Publizitätspflichten die Möglichkeit, anhand veröffentlichter Bilanzen und der Börsenwerte den entsprechenden Multiplikator abzuleiten.

Die Multiplikatoren variieren sehr stark von Branche zu Branche und spiegeln damit die allgemeinen Zukunftserwartungen für die jeweilige Branche wieder, unterliegen also

mittelfristigen Schwankungen. Inwieweit für das jeweilige Unternehmen ein EBIT-Multiplikator am oberen oder unteren Rand der Bandbreite anzuwenden ist, hängt von vielfältigen und zum Teil subjektiven Einflussgrößen ab.

Stellvertretend seien genannt:

- **Marktposition:** Wettbewerbsstellung, Marktabdeckung, strategische Aufstellung, generelle Unternehmensgröße, etc.
- **Produkt- und Leistungsspektrum:** Produktbreite bzw. -tiefe, FuE, Technologie, Neue Produkte, USP, Flexibilität, Abhängigkeit von Lieferanten, etc.
- **Kundenstruktur:** Regionale Verteilung, Branchenmix, ABC-Profil, wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Key Accounts, etc.
- **Management / Organisation:** Nachhaltigkeit des Managements bzw. der Belegschaft, Personalstruktur, Loyalität/Fluktuation, Flexibilität insbesondere unter Post-Merger-Aspekten, etc.
- **(Wirtschaftliches) Risikoprofil:** Investitionsbedarf, Ausfallrisiken/Prozesse, Kapitalbedarf, Steuerliche Position, Gesellschafterstruktur, zu erwartende Gesetzesänderungen, Umweltrisiken, Kundenstruktur (regional, Branchen), Management und Gesellschafterstruktur.

Es ist unschwer zu erkennen, dass gerade die Positionierung des betreffenden Unternehmens innerhalb der Bandbreite der branchentypischen EBIT-Multiplikatoren Interpretationsspielraum zulässt und sich daher auch sehr gut als Verhandlungsinstrument einsetzen lässt. Die Unternehmensbewertung via EBIT-Multiples bietet generell den Vorteil, dass entgegen anderen Bewertungsmethoden, der „Realitätsfaktor“ überwiegt. Nicht selten ist der EBIT-Multiplikator wesentlicher Gegenstand von Kaufpreisformeln in Transaktionsverträgen.

Wie alle Bewertungsmethoden kann auch die EBIT-Multiplikatoren-Methode letztlich nur der modellhafte Versuch einer adäquaten Unternehmensbewertung sein und muss im Zweifel durch alternative Bewertungsmethoden verifiziert werden. Das isolierte Berufen auf wie auch immer geartete Bewertungsmethoden ist sicherlich ebenso wenig Ziel führend, wie das blanke Zurufen von Kaufpreisforderungen im Verhandlungsprozess. Wie so oft im Leben, scheint auch hier die Wahrheit in der Mitte zu liegen.



**Wer das Ziel kennt, kann
entscheiden; wer entscheidet,
findet Ruhe; wer Ruhe findet, ist
sicher; wer sicher ist, kann
überlegen; wer überlegt, kann
verbessern.** Konfuzius