

## »Multiples« in der Unternehmensbewertung

# Branchenspezifische Zahlen

Der Multiplikator, neudeutsch: »Multiple«, ist ein Werkzeug der Marktwertmethoden in der Unternehmensbewertung. Letztere werden neben den »Ertragswert«- und den »Discounted Cashflow«-Ansätzen national und international am häufigsten genutzt. Alle diese Methoden sind ertrags- und zukunftsorientiert. Die früher sehr verbreiteten vergangenheitsbezogenen Substanzwertmethoden haben (bis auf Sonderfälle) ausgedient, ebenso die Kombinationsmethoden, die Ertrags- und Substanzwerte verbinden, sowie die meisten anderen Methoden.

Trotzdem gilt, dass es keine allgemein akzeptierte Methode in der Unternehmensbewertung gibt. Es bleibt dem sachkundigen Bewerter überlassen, die den Umständen des Einzelfalls entsprechenden Methoden oder Verfahren (Methodenvarianten) zu wählen. Marktwertmethoden haben als vergleichende Bewertungen gemeinsam, dass ein branchenüblicher Multiplikator (Faktor) mit einer Basisgröße multipliziert wird. Bei den meisten Varianten ist dies der Ge-

winn des Betriebs, aber auch der Umsatz und andere Größen wie der Mengenausstoß bei Brauereien, der Preis pro Bett und Tag bei Pflegeeinrichtungen oder die Zahl von »Mouseclicks« bei Internetfirmen sind üblich.

Während die Anwendung eines Multiplikators auf den Umsatz und andere Größen die Unternehmensbewertung stark vereinfacht erscheinen lässt, mag die Bewertung mit Gewinnparametern ebenfalls zunächst unangemessen schlicht begegnen. Es wird jedoch rasch kompliziert bei der Frage, welcher Gewinnparameter verwendet werden soll und

wie man ihn berechnet. Am gängigsten ist der bereinigte nachhaltige Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT, »Earnings before interest and tax«). Gebräuchlich sind aber auch EBITDA, EBITA und andere mehr.

Nicht ganz einfach ist auch die Branchenzuordnung zu bewertender Unternehmen, jedenfalls dann, wenn sich das Produkt- und Leistungsangebot nicht auf eine einzige Branche beschränkt. Zudem besteht eine Herausforderung darin, das zu bewer-

tende Unternehmen in der branchenüblichen Faktorbandbreite einzuordnen. Dabei wird ein Betrieb gemäß seiner vom Durchschnitt der Vergleichsunternehmen abweichenden finanziellen Situation und Entwicklung sowie im Hinblick auf seine relativen Stärken und Schwächen eingruppiert.

Betrachtet werden die Unternehmensgröße (geringe Umsätze sprechen für einen niedrigeren Faktor), die Markt- bzw. Wettbewerbsposition (Markführerschaft, auch regional, ist vorteilhaft) sowie das Management und das Personal, wobei eine starke Abhängigkeit eines Betriebs vom verkaufenden Inhaber meist sehr ungünstig ist. Wichtig sind aber auch Qualifikation, Altersstruktur und Fluktuation der Mitarbeiter.

Diese branchenüblichen Faktorbandbreiten werden von M&A-Spezialisten aufgrund der von ihnen festgestellten tatsächlich im Markt bezahlten Preise für andere Unternehmen ermittelt. So liegen die Faktorbandbreiten bezogen auf den EBIT für die Baubranche derzeit zwischen 3,5 und 5,6, für die Medienbranche gilt 6,1 bis 8,9. Ob die Faktorbandbreiten höher oder niedriger sind, hängt von der Branchenattraktivität ab. Zukunftsfirmen im Mediengeschäft werden mit relativ hohen Faktoren »gehandelt«, Unternehmen der »Old Economy«, beispielsweise Baufirmen, hingegen nicht.

Gewinnbasierte Multiplikatormethoden nehmen eine vermögens- und schuldenfreie Bewertung des Unternehmens vor, indem man sich zunächst nur die Gewinn- und Verlustrechnungen ansieht und die Bilanzen mit ihren Aktiv- und Passivposten zur Ermittlung des Unternehmensgesamtwerts (»Enterprise Value«) einstweilen außer Acht lässt. Erst wenn man den Eigenkapitalwert des Unternehmens errechnet, kommen Bilanzpositionen ins Spiel, in denen die Nettofinanzschulden bzw. das Nettofinanzgut haben bei Liquiditätsüberhang abgeleitet werden.

Bei KMU wird den Marktwertmethoden, also branchenorientierten Gewinnmultiplikatormethoden, deshalb oft der Vorzug gegeben, weil die für die anderen ertragsori-



Dr. Karl Seiler

### Bewertungsbeispiel für ein Unternehmen (per 31.12.2006)

In Tausend Euro	Ist 2004	Ist 2005	Ist 2006	Plan 2007	Plan 2008	Plan 2009	Plan 2010
Jahresabschluss	540	590	635	550	480	530	610
+ Zinsen	60	80	95	50	40	50	60
+ Ertragsteuern	400	480	520	760	900	920	930
EBIT*	1.000	1.150	1.250	1.360	1.420	1.500	1.600
Bereinigungen**	50	50	350	50	50	50	50
bezahlte Geschäftsführerbezüge	400	410	420	430	440	450	460
marktübliche Geschäftsführerbezüge	-350	-360	-370	-380	-390	-400	-410
Zahlungsausfall (wg. Kundeninsolvenz)	0	0	300	0	0	0	0
EBIT bereinigt	1.050	1.200	1.600	1.410	1.470	1.550	1.650
EBIT bereinigt (Ø) X Faktor = Unternehmenswert				EBIT bereinigt	Faktor	Unternehmenswert	
				1.419	x 6	=	8.511
				UNTERNEHMENSWERT			8.511
				- Nettofinanzverbindlichkeiten***			-1.051
				EIGENKAPITALWERT			7.460

\* unbereinigt \*\* um untypische und außerordentliche Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung \*\*\* Liquide Mittel (1.899 Euro) abzüglich zinstragender Verbindlichkeiten (2.950 Euro) per 31.12.06 = -1.051 Euro

Quelle: Autor

orientierten Methoden benötigten Informationen wie Planzahlen zum Abdiskontieren künftiger Cashflows bei den »Discounted Cashflow«-Methoden nicht vorliegen oder nur spekulativ ermittelbar wären, etwa der Diskontsatz bei den »Discounted Cashflow-Methoden« oder der Kapitalisierungssatz bei Ertragswertmethoden. Vernünftige Daten für die Marktvergleichsmethoden liegen hingegen regelmäßig in Gestalt vergangenheitsbezogener und geplanter Jahresabschlüsse vor.

Die Sinnhaftigkeit der Marktvergleichsmethoden ist auch damit zu erklären, dass ein Unternehmen in letzter Konsequenz immer und genau soviel wert ist wie der wirklich erzielbare, bezahlte Preis. Genau diesen Umstand berücksichtigen die Marktvergleichsmethoden, indem sie realisierte Preise von ge- und verkauften Unternehmen heranziehen, die mit dem zu bewertenden Objekt vergleichbar sind. Zudem ist die Berechnung einfach und für alle Beteiligten gut nachvollziehbar. Die Rechnung »Gewinn mal Faktor« ist auch deshalb praktisch, weil sie Aufschluss darüber gibt, wie oft der Käufer den nachhaltigen Gewinn des zu bewertenden Betriebs zu zahlen hat bzw. wie viele Jahre er braucht, um den Kaufpreis mit dem Gewinn des zu bewertenden Unternehmens zurückzuerdienen.

Allerdings sind Marktvergleichsmethoden auch anfechtbar, wenn es nämlich zu wenig Vergleichsunternehmen gibt oder wenn die verfügbaren Transaktionsdaten keine Aussagekraft haben. Damit sind die Grenzen professioneller Unternehmensbewertung aufgezeigt. ■

*Dr. Karl Seiler,  
Seiler & Partner, München*

## Literatur

Karl Seiler »**Unternehmensbewertung. Wertermittlung bei Kauf, Verkauf und Fusion von kleinen und mittleren Unternehmen**« • Heidelberg 2004 • 196 S. • 39,95 € • Springer-Verlag • ISBN 978-3-540-40719-5