

VERWENDUNG VON MULTIPLIKATOREN BEI UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN

Beim Kauf und Verkauf von Unternehmen kommt es regelmäßig zur Verwendung von sog. Multiplikatoren zur Wertrespektive Preisfindung für die Anteile eines Unternehmens. „Wir zahlen fünfmal Betriebsergebnis“ oder „Das Unternehmen ist zurzeit 6x EBITDA wert“ sind häufig zu hörende Aussagen in solchen Situationen. Die Einsatzzeitpunkte reichen von Fall zu Fall von der Abgabe von Angeboten bis zu den finalen Verhandlungsrunden. Dennoch gibt es diesbezüglich sicher nicht ohne Grund viel Unsicherheit: In von uns geführten Gesprächen mit Verkäufern und Käufern, hören wir immer wieder die Frage nach dem „zutreffenden Multiplikator“. Auch deshalb wollen wir dieses Thema, das wir vor einigen Jahren schon einmal besprochen hatten, noch einmal kritisch durchleuchten. Die Anwendung von Multiplikatoren mag einfach erscheinen, aber ist sie das wirklich?

Bei Multiplikatoren handelt es sich um Vervielfältiger bestimmter finanzwirtschaftlicher und für das Geschäft relevanter Bezugs- oder Überschussgrößen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT u.a.).

Multiplikatoren finden in der Praxis einen hohen Beliebtheitsgrad, da sie einfach anzuwenden sind und die Komplexität einer ohnehin schon diffizilen Unternehmenstransaktion zu vereinfachen scheinen. Doch der Schein trügt.

Leider herrscht bei vielen, offen gesagt der Mehrzahl der am Verhandlungstisch sitzenden Personen, grobe Unkenntnis über die zutreffende Anwendung der Multiplikatoren. Dies kann bei schwierigen Verhandlungen nicht nur zu erheblichen Dissonanzen führen, sondern schlimmstenfalls sogar zum Scheitern einer Transaktion. Allemal kann eine inkonsistente oder unangemessene Anwendung zu einer Verfälschung der Wertwahrnehmung führen – an der im Grunde niemand ein Interesse haben sollte.

Die am häufigsten anzutreffenden Problemfelder sind:

- 1) Unkenntnis über die finanzmathematische Herleitung eines Multiplikators,
- 2) Der Multiplikator passt nicht zur Bezugs-/Überschussgröße,
- 3) Unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften der Unternehmen einer Vergleichsgruppe, über die der angewendete Multiplikator hergeleitet wurde, führen zu falschen Ergebnissen,
- 4) Marktintransparenz und fehlende Informationen führen zu falscher Schlussfolgerung.

In vielen Fällen wenden Teilnehmer in M&A-Transaktionen Multiplikatoren an, ohne zu wissen, wo der Ursprung dieser Multiplikatoren zu finden und was hieraus bei der Anwendung des Multiplikators zu beachten ist. Diese Unkenntnis der finanzmathematischen Herleitung eines Multiplikators kann einen Verhandler in ernste Schwierigkeiten bringen.

1) DIE HERLEITUNG VON MULTIPLIKATOREN

Die grundsätzliche Formel der einkommensbasierten Bewertungsmethode kann im Hinblick auf die Zeitkomponente in einem Zwei-Phasen-Modell wie folgt unterteilt werden.

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_{TV}}{(1+i)^n}$$

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

Abbildung 1 Formel zur Berechnung des Unternehmenswertes nach den einkommensbasierten Bewertungsmethoden (hier DCF-Methode) mit
UW = Unternehmenswert
TV = Terminal Value
g = Wachstumsrate

Den ersten Term der Gleichung bildet die Phase der Detailplanung; den zweiten Abschnitt bildet der Terminal Value. Letzter ist von seiner Herkunft her die Annahme einer ewigen Rente, die als gleichbleibend angenommener Zahlungsstrom durch Division mit einem entsprechenden Zinssatz in die mathematische Unendlichkeit fortgeschrieben wird.

Im Zähler dieser Formel steht die Ertragskomponente, in diesem Fall als Cashflow dargestellt. Im Nenner der Formel steht das durch die Kapitalkosten (*i*) ausgedrückte Renditemaß als Wertmaßstab des eingegangenen Risikos. Ersetzt man den Cashflow durch den Ertrag (*E*) und formt diesen Ausdruck um, so wird der Multiplikator sichtbar:

$$UW = \frac{E}{i}$$

$$UW = E * \frac{1}{i}$$

Der Kehrwert des oben verwendeten Kapitalisierungszinssatzes *i* (= *1/i*), ergibt eine Zahl, die als Multiplikator (z.B. Kurs-Gewinn-Verhältnis – auch KGV genannt) im Rahmen der Unternehmensbewertung interpretiert werden kann.

EINFACHES ANWENDUNGSBEISPIEL: DAS KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS

Ein zur Anwendung gelangender Multiplikator muss immer im Zusammenhang mit der Wertbasis stehen und umgekehrt. Der einfachste Multiplikator, den man vor allem aus der Aktienbewertung kennt, ist das so genannte KGV, das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das oben bereits im vereinfachten Beispiel zur Erläuterung der Herkunft des Multiplikators verwandt wurde. In der Bezeichnung dieses Multiplikators sind Überschussgrößen bereits klar ersichtlich. Beim Kurs einer Aktie handelt es sich um den Preis für den jeweiligen Eigenkapitalanteil. Der Kurs einer Aktie ist der Bruchteil des Equity Values (wirtschaftlicher Wert des **Eigenkapitals**) des gesamten Unternehmens. Dementsprechend muss die Überschussgröße ebenfalls einen Wert **nach Fremdkapitalkomponenten** (in den Ertragsgrößen dementsprechend nach Zinsaufwendungen) darstellen. Vereinfachend auf die Unternehmensbewertung übertragen ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis nichts anderes als ein Equity-Value-Multiplikator, nämlich Equity Value geteilt durch Jahresüberschuss.

Firma A (NYSE:AAA) Input Page (in T€)

Grundsätzliche Unternehmensinformationen

Unternehmen	Firma A
Ticker	AAA
Börsenplatz	NYSE
Geschäftsjahresende	31. Dez.
Berechnetes Beta	1,0

Ausgewählte Marktdaten*

Aktueller Marktpreis	31.06.2016	15,0
% des 52 Wochen-Hochs		75,0%
52-Wochen-Hoch	20.12.2015	20,0
52-Wochen-Tief	01.08.2015	10,0
Dividende pro Aktie (DPS)		0,7
Eigenkapitalwert		15.000,0
Plus: zinstragende Verbindlichkeiten		15.000,0
Plus: Anteile Dritter an Konzerntochterunternehmen		-
Minus: Kasse bzw. liquide Aktiva		(6.000,0)
Gesamtkapitalunternehmenswert (Enterprise Value)		24.000,0

Börsenmultiplikatoren

	31.12.2015	2016E	2017E	2018E
EV/Umsätze	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x
Bezugsgröße	25.000,0	25.500,0	26.010,0	26.530,2
EV/EBITDA	8,7x	8,6x	8,4x	8,2x
Bezugsgröße	2.750,0	2.805,0	2.861,1	2.918,3
EV/EBIT	11,2x	10,9x	10,7x	10,5x
Bezugsgröße	2.150,0	2.193,0	2.236,9	2.281,6
P/E	17,9x	17,5x	17,2x	16,8x
Bezugsgröße	0,8	0,9	0,9	0,9
P/FCF	4,7x	4,6x	4,5x	4,4x
FCF Quote	21,3%	21,8%	22,2%	22,6%
Bezugsgröße	3.200,0	3.264,0	3.329,3	3.395,9

Rentabilitäts-Kennziffer Ratios

Return on Invested Capital (Rendite des investierten Kapitals)	2,4%
Return on Equity (Eigenkapitalrendite)	2,2%
Return on Assets (Kapitalrentabilität)	1,0%
Implied Annual Dividend Per Share (impl. Dividende pro Aktie)	4,7%

Fremdkapital-Kennziffer

Debt/Total Capitalization (Fremdkapital/Gesamtkapital)	0,3x
Total Debt/EBITDA (Gesamtkapital/EBITDA)	5,5x
Net Debt/EBITDA (Nettoverbindlichkeiten/EBITDA)	3,3x

Wachstumsraten

	Umsätze	EBITDA	FCF
Historisch			
1-Jahr	11,1%	22,2%	10,3%
2-Jahre CAGR	11,8%	15,8%	13,1%
Prognosen			
1-Jahr	2,0%	2,0%	2,0%
2-Jahre CAGR	2,0%	2,0%	2,0%

Gewinn- und Verlustrechnung in T€

	Geschäftsjahresende 31.12.	
	2013	2014
Umsatz	20.000,0	22.500,0
Bestandsveränderung	100,0	200,0
andere aktivierte Eigenleistungen	50,0	50,0
sonstige betriebliche Erträge	100,0	100,0
Materialaufwand	16.000,0	18.500,0
Rohertrag	4.250,0	4.350,0
Personalaufwand	2.000,0	2.000,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	500,0	500,0
EBITDA	1.750,0	1.850,0
Abschreibungen	300,0	500,0
EBIT	1.450,0	1.350,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	900,0	1.000,0
EBT	550,0	350,0
Steuern	30%	30%
EAT	385,0	245,0

Adjustierte Gewinn- und Verlustrechnung

o.g. Rohertrag	4.250,0	4.350,0
Einmaleffekte bei Materialaufwand	200,0	250,0
Adjustierter Rohertrag	4.450,0	4.600,0
% Marge	22,3%	20,4%
o.g. EBIT	1.450,0	1.350,0
Einmaleffekte bei Materialaufwand	200,0	250,0
Andere Einmaleffekte	100,0	150,0
Adjustiertes EBITDA	2.050,0	2.250,0
% Marge	10,3%	10,0%
Abschreibung	300,0	500,0
Adjustiertes EBIT	1.750,0	1.750,0
% Marge	8,8%	7,8%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	900,0	1.000,0
Adjustiertes EBT	850,0	750,0
EAT	385,0	245,0
Einmaleffekte bei Materialaufwand	200,0	250,0
Andere Einmaleffekte	100,0	150,0
Nicht-operative Effekte	50,0	50,0
Summe: Steuer-Adjustierungen	(105,0)	(135,0)
Adjustiertes EAT	630,0	560,0
% Marge	3,2%	2,5%

Zusammensetzung des Cash Flow

Mittelzufluss aus Geschäftstätigkeit	3.000,0	3.600,0
Investitionen	500,0	700,0
% Umsatzes	2,5%	3,1%
Free Cash Flow	2.500,0	2.900,0
% Marge	12,5%	12,9%
FCF/Aktien	-	-
Abschreibung	300,0	500,0
% Umsatz	1,5%	2,2%

* Aus Vereinfachungsgründen wurden Effekte aus Wandelanleihen und Optionsprogrammen vernachlässigt

Tabelle 1

Bilanz in T€

	31.12.2015	31.12.2014
2015		
25.000,0	5.000,0	6.000,0
300,0	14.000,0	8.000,0
50,0	13.000,0	13.000,0
100,0	8.000,0	5.000,0
20.000,0	40.000,0	32.000,0
5.450,0	20.000,0	20.000,0
2.500,0	15.000,0	13.000,0
700,0	15.000,0	4.900,0
2.250,0	10.000,0	5.100,0
600,0	100.000,0	75.000,0
1.650,0	15.000,0	10.000,0
1.000,0	10.000,0	5.000,0
650,0	5.000,0	4.000,0
30%	30.000,0	19.000,0
455,0	15.000,0	15.000,0
	10.000,0	10.000,0
	55.000,0	44.000,0
5.450,0	-	-
300,0	-	-
5.750,0	45.000,0	31.000,0
23,0%	100.000,0	75.000,0

>>>

2) PASST DER MULTIPLIKATOR ZUR
BEZUG-/ÜBERSCHUSSGRÖSSE?MULTIPLIKATOREN ERMITTELT AUS DEN
ÜBERSCHUSSGRÖSSEN EBIT UND EBITDA

Möchte man die Finanzierungsstruktur zunächst außer Acht lassen oder bspw. den durch Abschreibungen dargestellten Modernisierungsgrad des Unternehmens zunächst nicht berücksichtigen, so wählt man die Überschussgrößen EBIT (Earnings before Interest and Taxes, also das Ergebnis vor Zinsen und Steuern) bzw. EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, also das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (auch auf den Firmenwert)). Die hierzu konsistente Wertbasis ist jedoch dann nicht der Equity Value sondern der Gesamtunternehmenswert, der so genannte Enterprise Value. Oftmals bleiben diese Faktoren in der Praxis unberücksichtigt, sodass es zu Multiplikatoren wie Kaufpreis (Equity Value)/EBIT oder ähnlichen Vervielfältigern kommt.

UMSATZMULTIPLIKATOREN UND IHRE
TÜCKEN

Umsatzmultiplikatoren, die immer nur Enterprise-Value-Multiplikatoren sein können, werden oftmals verwendet, um das Geschäftsvolumen in die Verhandlungen einzubringen. Darüber hinaus lassen sich Umsatzmultiplikatoren auch bei ertragsschwachen Unternehmen anwenden. Die eigentliche Herkunft kommt jedoch nicht von ertragsschwachen Unternehmen, sondern im Gegenteil von Unternehmen in Branchen, die feste, monopol- oder oligopolähnliche Strukturen aufweisen. Diese Unternehmen haben, entweder aufgrund der Marktstruktur oder im Hinblick auf feste Vergütungsregeln (wie z.B. bei Arztpraxen, Steuerberaterkanzleien oder ähnlichem), feste Umsatz-Ertrags-Relationen. Wenn bspw. in einer Branche eine EBIT-Marge von 15% grundsätzlich erreicht werden kann, so kann man auch einen einfach zu kommunizierenden Umsatzmultiplikator von 1 wählen, entspricht er doch ungefähr dem 6,7-fachen EBIT.

>>>

> > >

Letztendlich sind Umsatzmultiplikatoren immer auch angestrebte Ertragsmultiplikatoren. Im Einzelfall gilt es jedoch, bei deren Anwendung in der Verhandlung vorab zu prüfen, ob die herangezogenen Vergleichsunternehmen tatsächlich vergleichbare Umsatz- und Erlösstrukturen aufweisen bzw. das Bewertungsobjekt diese kurz- oder mittelfristig erreichen kann.

3) UNTERSCHIEDLICHE BILANZIERUNGSVORSCHRIFTEN

Insbesondere bei der Anwendung von Umsatzmultiplikatoren, die noch am ehesten aus öffentlich zugänglichen Informationen gewonnen werden können, kommt es fast zwangsläufig zu Fehlinterpretationen der Multiplikatoren aufgrund unterschiedlicher Bilanzierungsvorschriften. Während im deutschen Handelsrecht Umsätze erst zum Zeitpunkt der Gewinnrealisierung ausgewiesen werden dürfen, müssen sie nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften (die geläufigste dürfte die seit 2002 in der EU für kapitalmarktorientierte Unternehmen geltende IAS-Verordnung sein), z.B. im Anlagenbau, bereits bei Erbringung der Leistung ausgewiesen und für den noch nicht erbrachten Leistungsteil entsprechende Rückstellungen gebildet werden (Percentage-of-Completion-Methode). In den unterschiedlichen Bilanzierungssystemen liegt demnach die Gefahr der Unschärfe: Bildete man z.B. auf einem nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften erstellten Jahresabschluss einen Umsatzmultiplikator und wendete diesen wiederum auf ein Unternehmen an, das nach deutschem Handelsgesetzbuch bilanziert, so ergäben sich für das deutsche Unternehmen nachteilige Bewertungen: Der Multiplikator oder die Umsatzgröße des deutschen Unternehmens wären zu erhöhen, d.h. zu bereinigen.¹

Die Anwendung solcher fehlerhaft zusammengestellter und oftmals auch inkonsistent aggregierter Umsatzmultiplikatoren zur Preisargumentation in Verhandlungen sollte also am besten

Akquisition von Zielunternehmen B durch Käufer A Input Page (in T€)

Basisinformationen

Unternehmen	Zielunternehmen B
Geschäftsjahresende	31. Dez.
Käufer	Käufer A
Geschäftsjahresende	31.12.
Veröffentlichung der geplanten Übernahme	01.02.2016
Datum des Vollzugs	15.01.2016

Equity Value und EV bei nicht börsennotierten Unternehmen

Equity Value	11.000,0
Plus: zinstragende Verbindlichkeiten	5.000,0
Plus: Anteile Dritter an Konzerntochterunternehmen	–
Minus: Anteile an nicht vollkonsolidierten Beteiligungen	
Minus: Kasse bzw. liquide Aktiva	(1.000,0)
Enterprise Value	15.000,0

Multiplikatoren der Transaktion

EV/Umsätze	1,0x
Bezugsgröße	14.000,0
EV/EBITDA	8,7x
Bezugsgröße	2.165,0
EV/EBIT	6,6x
Bezugsgröße	2.090,0
KGV	65,2x
Bezugsgröße	0,15

unterlassen werden. Sie führt zu einem nachhaltigen Vertrauensverlust, da eine offensichtlich falsche Verwendung stattfindet. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Musterberechnung eines Multiplikators. Bei dieser Berechnung werden zunächst die Grunddaten um Sondereffekte bereinigt und auf dieser Basis der letztendlich anzuwendende Multiplikator bestimmt.

4) MARKTINTRANSPARENZ

SIND WERTE AUS VERGLEICHBAREN TRANSAKTIONEN WIRKLICH ZU VERGLEICHEN?

Weitere Herausforderungen bei der Anwendung von Multiplikatoren sind die Marktinttransparenz und die häufig fehlenden Detailinformationen. Oftmals werden zur Orientierung auch Multiplikatoren aus kürzlich stattgefundenen Transaktionen (Recent Transactions) von „vergleichbaren Unternehmen“ (Comparable Companies) herbeigezogen. Das Problem auch hier: Meist sind von solchen Transaktionen nur Anteils-

quoten und/oder Kaufpreisbandbreiten zu erfahren. Hier ist übrigens selbst dann Vorsicht geboten, wenn der exakte Kaufpreis bekannt ist. Um wirklich zu einer belastbaren Vergleichsgröße zu gelangen, müssten auch die Garantien und Gewährleistungen im Kaufvertrag bekannt sein, die den Kaufpreis maßgeblich beeinflussen könnten. Dementsprechend können die sich aus dem Kaufpreis ergebenden Verhältniszahlen/Multiplikatoren nicht unbedingt und auf keinen Fall „ohne Weiteres“ auf jede andere Transaktion mit unterschiedlicher Gewährleistungs- und Garantiestruktur angewendet werden. Auch hier ist eine Bereinigungsrechnung notwendig, wie **Tabelle 2** zeigt.

VERGLEICHBARE GRUPPEN (PEER GROUPS) MÜSSEN GLEICHEN KRITERIEN ENTSPRECHEN

Multiplikatoren finden in der Transaktionspraxis wie oben erwähnt deshalb so häufig Anwendung, weil sie sehr einfach erscheinen.

> > >

¹ Um weitere Problemfelder anzudeuten sei darauf verwiesen, dass die Zusammensetzung des Umsatzes (und daraus resultierend der Erträge) bei einem multinationalen Konzern aus verschiedenen Währungen entsteht. Die für Finanzanalysten relevanten Quartals- oder Jahresabschlusszahlen werden oftmals mit einem Stichtagskurs umgerechnet werden. Die daraus wiederum abgeleiteten Preise und dementsprechend Multiplikatoren können nur schwer angewendet werden auf ein zwar von der Branche her vergleichbares Unternehmen, das jedoch z.B. nur in Deutschland seine Umsätze erzielt, angewendet werden.

Gewinn- und Verlustrechnung in T€ von Zielunternehmen B

	Geschäftsjahresende 31.12		
	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Umsatz	10.000,0	11.500,0	14.000,0
Bestandsveränderung	200,0	225,0	250,0
andere aktivierte Eigenleistungen	100,0	200,0	250,0
sonstige betriebliche Erträge	100,0	150,0	200,0
Materialaufwand	9.000,0	10.500,0	12.700,0
Rohertag	1.400,0	1.575,0	2.000,0
Personalaufwand	1.000,0	1.000,0	1.200,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	300,0	400,0	200,0
EBITDA	100,0	175,0	600,0
Abschreibungen	300,0	410,0	420,0
EBIT	(200,0)	(235,0)	180,0
Steuern	15%	15%	15%
EBIAT	(200,0)	(235,0)	153,0

Adjustierte Gewinn- und Verlustrechnung

o.g. Rohertag	1.400,0	1.575,0	2.000,0
Einmaleffekte bei Materialaufwand	60,0	70,0	80,0
Adjustierter Rohertag	1.460,0	1.645,0	2.080,0
% Marge	14,6%	14,3%	14,9%
o.g. EBIT	(200,0)	90,0	180,0
Einmaleffekte bei Materialaufwand	60,0	70,0	80,0
Andere Einmaleffekte	5,0	7,5	10,0
Adjustiertes EBIT	(135,0)	167,7	270,0
% Marge	(1,4%)	1,5%	1,9%
Abschreibung	50,0	55,0	75,0
Adjustiertes EBITDA	(85,0)	222,5	345,0
% Marge	(0,9%)	1,9%	2,5%
EBIAT	(200,0)	(235,0)	153,0
Einmaleffekte bei Materialaufwand	60,0	70,0	80,0
Andere Einmaleffekte	5,0	7,5	10,0
Nicht-operative Effekte	-	5,0	10,0
Summe: Steuer-Adjustierungen	(9,8)	(12,4)	(15,0)
Adjustiertes EBIAT	(209,8)	(247,4)	138,0
% Marge	(2,1%)	(2,2%)	1,0%

Tabelle 3

In unserem Beispiel bewerten wir ein Zulieferer-Unternehmen der Automobilindustrie. Dieses Unternehmen erwirtschaftet einen Umsatz von €50 Mio. bei einer EBITDA-Marge von rd. 9%. Der Return-on-Equity liegt bei ca. 8%. Der Kaufinteressent ist ebenfalls in der Branche tätig und erzielt einen Umsatz von € 700 Mio. und eine EBITDA-Marge von 7,5%. Der Return-on-Equity liegt ebenfalls bei ca. 8%. Durch eine Akquisition entstünde ein „neues“ Unternehmen mit einem Umsatz von rd. € 1,2 Mrd. und einer EBITDA-Marge von 8,2% vor Hebung von Synergien. Bezöge man die entstehenden Synergien im Vertrieb und auf der Verwaltungsseite ein, die wir in diesem Beispiel mit 2% des kumulierten Umsatzes annehmen, so ergäbe sich eine zukünftige EBITDA-Marge von 10,2%.

Durch einen Zusammenschluss geschähe aber noch mehr: Das relevante Bewertungs-Universum zeigt eine Aufteilung der verschiedenen Unternehmen in unterschiedliche Größen- und Rentabilitätsklassen. Betrachtet man die Übersicht der börsennotierten Unternehmen, so zeigt sich eine Korrelation zwischen Unternehmensgröße und Rentabilität. Diesen Zusammenhang goutiert der Aktienmarkt mit besseren Bewertungen von größeren Unternehmen. So ist der durchschnittliche EV/EBITDA-Multiplikator der Unternehmen

der Größenklasse 1 bei 8,0x, in der Größenklasse 2 bei 9,2x und in der Größenklasse 3 bei 10,1x. Betrachtet man vergleichbare Transaktionen in diesem Segment (beispielhaft sei die Analyse einer solchen Transaktion in Tabelle 2 dargestellt), so zeigt sich auch hier ein EV/EBITDA-Multiplikator von ca. 8,7x. Bei einer Transaktion stiege nun das „neue“ Unternehmen in eine andere Größenklasse

Im Überblick:

	Unternehmen A Zielunternehmen	Unternehmen B Käufer	Unternehmen B Summe	Wertsteigerung	Unternehmen B nach Akquisition
Umsatz	550,0	700,0	1.250,0		1.250,0
EBITDA-Marge	9,0%	7,5%	8,2%	2,0%	10,2%
EBITDA	50,0	53,0	102,0		127,0
Relevanter EBITDA-Multiplikator	9,2x	9,2x			10,1x
Enterprise Value	455,0	483,0	938,0		1.283,0
Wertsteigerung durch M&A					344,0

Allerdings sind diese Bewertungs-Multiplikatoren nur anwendbar, wenn man die Ausgangszahlen – wie in diesem Beispiel geschehen und anhand der Detailrechnungen ersichtlich – vorher einer exakten Analyse unterzieht. Ohne eine solche Bereinigungs- und Adjustierungsrechnung, die auch die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards berücksichtigen kann, ist eine einfache Anwendung von Multiplikatoren nicht sachgerecht und führt zu falschen Ergebnissen.

Beschreibung Zielunternehmen:

Das Zielunternehmen B ist ein national tätiger, integrierter Automobil- und Industriezulieferer. Höchste Qualität, herausragende Technologie und ausgeprägte Innovationskraft sind die Basis für den Unternehmenserfolg. Mit Präzisionskomponenten und Systemen in Motor, Getriebe und Fahrwerk sowie Wälz- und Gleitlagerlösungen für eine Vielzahl von Industrieanwendungen leistet das Unternehmen B einen entscheidenden Beitrag für die „Mobilität für morgen“.

Beschreibung Käufer:

Als Anbieter von Bremssystemen, Systemen und Komponenten für Antriebe und Fahrwerk, Instrumentierung, Infotainment-Lösungen, Fahrzeugelektronik, Reifen und technischen Elastomerprodukten trägt das Unternehmen zu mehr Fahrsicherheit und zum Klimaschutz bei. A ist darüber hinaus ein kompetenter Partner in der vernetzten, automobilen Kommunikation.

Kommentar:

Das Zielunternehmen A ergänzt die drei Divisionen des Unternehmens A in idealer Weise. Die erste Division, Chassis & Safety, konzentriert sich auf moderne Technologien der aktiven und passiven Sicherheit sowie der Fahrdynamik. Die zweite Division steht für innovative und effiziente Systemlösungen rund um den Antriebsstrang für Fahrzeuge aller Klassen. Die Division Interior bündelt die Verwaltung von Informationen im Fahrzeug.

	Finanzwirtschaftliche Kennzahlen					Profitabilität und Rentabilität					WachstumsKennzahlen					
	Umsatz TTM € Mio.	EBITDA TTM	EBIT TTM	EBT TTM	Total Assets CY	Invested Capital CY	Equity CY	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	EBT- Marge	ROE	ROA	ROIC	Umsatz- wachstum	EBITDA- Wachstum	EBIT- Wachstum
zu bewertendes Unternehmen	550,0	50,0	30,0	15,0	350,0	260,0	132,0	9,1%	5,5%	2,7%	8,0%	3,0%	11,5%	2,0%	3,0%	3,0%
Größenklasse 1																
Peer Group Company 1	107,7	9,7	6,3	5,0	92,6	84,1	19,4	9,0%	5,9%	4,7%	18,1%	3,8%	7,5%	2,1%	55,3%	68,9%
Peer Group Company 2	22,7	2,0	1,3	1,0	17,3	11	13,2	8,8%	5,7%	4,4%	5,3%	4,0%	11,8%	6,5%	9,8%	7,9%
Peer Group Company 3	63,2	4,9	2,6	2,0	54,8	54	25,4	7,8%	4,1%	3,1%	5,4%	2,5%	4,8%	NA	NA	NA
Peer Group Company 4	25,0	2,3	1,7	1,4	100,0	55	45	11,0%	8,6%	8,4%	2,2%	1,0%	3,0%	2,0%	2,0%	NA
Min	22,7	2,0	1,3	1,0	17,3	11,0	13,2	7,8%	4,1%	3,1%	2,2%	1,0%	3,0%	2,0%	2,0%	7,9%
Max	107,7	9,7	6,3	5,0	100,0	84,1	45,0	11,0%	8,6%	8,4%	18,1%	4,0%	11,8%	6,5%	55,3%	68,9%
Median	44,1	3,6	3,1	1,7	73,7	54,5	22,4	8,9%	5,8%	4,5%	5,4%	3,2%	6,2%	2,1%	9,8%	38,4%
Mittelwert	54,6	4,7	3,0	2,3	66,2	51,0	25,8	9,2%	6,1%	5,2%	7,8%	2,8%	6,8%	3,5%	22,4%	38,4%
25%-Quartil	24,4	2,2	1,6	1,3	45,4	43,3	17,9	8,6%	5,3%	4,1%	4,5%	2,1%	4,4%	2,1%	5,9%	23,2%
75%-Quartil	74,3	6,1	3,5	2,7	94,5	62,3	30,3	9,5%	6,5%	5,6%	8,6%	3,9%	8,6%	4,3%	32,5%	53,6%
Größenklasse 2																
Peer Group Company 5	717,9	72,1	49,6	39,8	498,6	471,6	146,1	10,0%	6,9%	5,5%	19,0%	5,6%	10,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Peer Group Company 6	600,9	57,4	31,2	27,9	469,9	425,0	155,9	9,6%	5,2%	4,6%	12,5%	4,2%	7,3%	3,2%	2,9%	3,9%
Peer Group Company 7	463,5	47,1	19,4	15,0	230,5	215,7	116,2	10,2%	4,2%	3,2%	9,0%	4,6%	9,0%	-3,5%	13,7%	10,1%
Peer Group Company 8	394,7	40,0	13,7	10,3	351,8	346,6	100,5	10,1%	3,5%	2,6%	7,2%	2,1%	3,9%	0,5%	15,0%	32,7%
Peer Group Company 9	293,8	24,0	17,1	10,0	1944,5	1940,1	134,6	8,2%	5,8%	3,4%	5,2%	0,4%	0,9%	7,4%	28,5%	24,9%
Min	293,8	24,0	13,7	10,0	230,5	215,7	100,5	8,2%	3,5%	2,6%	5,2%	0,4%	0,9%	-3,5%	1,5%	1,5%
Max	717,9	72,1	49,6	39,8	1944,5	1940,1	155,9	10,2%	6,9%	5,5%	19,0%	5,6%	10,5%	7,4%	28,5%	32,7%
Median	463,5	47,1	19,4	15,0	469,9	425,0	134,6	10,0%	5,2%	3,4%	9,0%	4,2%	7,3%	1,5%	13,7%	10,1%
Mittelwert	438,2	42,1	26,2	15,8	699,1	679,8	130,7	9,6%	5,1%	3,9%	10,6%	3,3%	6,3%	1,8%	12,3%	14,6%
25%-Quartil	394,7	40,0	17,1	10,3	351,8	346,6	116,2	9,6%	4,2%	3,2%	7,2%	2,1%	3,9%	0,5%	2,9%	3,9%
75%-Quartil	600,9	57,4	31,2	27,9	498,6	471,6	146,1	10,1%	5,8%	4,6%	12,5%	4,6%	9,0%	3,2%	15,0%	24,9%
Größenklasse 3																
Peer Group Company 10	4.667,1	520,1	371,1	339,7	4.019,9	3.395,8	1.299,1	11,1%	8,0%	7,3%	18,3%	5,9%	10,9%	1,5%	1,5%	1,5%
Peer Group Company 11	1.918,3	190,0	130,1	109,2	1.114,7	1.036,0	397,5	9,9%	6,8%	5,7%	19,2%	6,9%	12,6%	-0,6%	8,2%	10,3%
Peer Group Company 12	2.631,5	340,0	262,8	186,7	3.270,1	3.009,1	885,0	12,9%	10,0%	7,1%	14,8%	4,0%	8,7%	9,7%	7,3%	5,1%
Peer Group Company 13	1.360,1	150,0	100,0	80,0	1.754,8	1.325,5	1.241,6	11,0%	7,4%	5,9%	4,5%	3,2%	7,5%	2,1%	1,1%	6,2%
Peer Group Company 14	1.507,3	180,0	144,0	94,0	1.765,8	1.716,9	855,7	11,9%	9,6%	6,2%	7,7%	3,7%	8,4%	3,2%	16,9%	25,0%
Peer Group Company 15	2.854,4	300,0	210,0	195,0	3.875,4	3.692,6	-19,4	10,5%	7,4%	6,8%	7,7%	3,5%	5,7%	2,3%	24,3%	7,1%
Min	1.360,1	150,0	100,0	80,0	1.114,7	1.036,0	-19,4	9,9%	6,8%	5,7%	4,5%	3,2%	5,7%	-0,6%	1,1%	1,5%
Max	4.667,1	520,1	371,1	339,7	4.019,9	3.692,6	1.299,1	12,9%	10,0%	7,3%	19,2%	6,9%	12,6%	9,7%	24,3%	25,0%
Median	2.274,9	245,0	177,0	147,9	2.518,0	2.363,0	870,4	11,1%	7,7%	6,5%	14,8%	3,9%	8,6%	2,2%	7,7%	6,6%
Mittelwert	2.489,8	280,0	203,0	167,4	2.633,5	2.362,7	776,6	11,2%	8,2%	6,5%	12,9%	4,5%	9,0%	3,0%	9,9%	9,2%
25%-Quartil	1.610,0	182,5	133,6	97,8	1.757,5	1.423,3	512,1	10,6%	7,4%	6,0%	7,7%	3,6%	7,8%	1,6%	2,9%	5,4%
75%-Quartil	2.798,7	330,0	249,6	192,9	3.724,1	3.299,1	1.152,4	11,7%	9,2%	7,0%	18,3%	5,4%	10,4%	3,0%	14,8%	9,5%
Gesamt																
Min	22,7	2,0	1,3	1,0	17,3	11,0	-19,4	7,8%	3,5%	2,6%	2,2%	0,4%	0,9%	-3,5%	1,1%	1,5%
Max	4.667,1	520,1	371,1	339,7	4.019,9	3.692,6	1.299,1	12,9%	10,0%	8,4%	19,2%	6,9%	12,6%	9,7%	55,3%	68,9%
Median	600,9	57,4	31,2	27,9	498,6	471,6	134,6	10,1%	6,8%	5,5%	8,4%	3,8%	7,5%	2,1%	9,0%	7,9%
Mittelwert	1.175,2	129,3	90,7	74,5	1.304,0	1.185,3	361,1	10,1%	6,6%	5,3%	10,6%	3,7%	7,5%	2,7%	13,4%	15,8%
25%-Quartil	200,8	16,9	10,0	7,5	165,2	149,9	35,2	9,3%	5,5%	3,9%	5,3%	2,9%	5,3%	1,5%	2,2%	5,1%
75%-Quartil	1.712,8	185,0	137,1	101,6	1.855,1	1.828,5	626,6	11,0%	7,7%	6,5%	17,3%	4,4%	9,8%	3,2%	16,5%	24,9%

Multiplikatoren	EV/Sales TTM	EV/EBITDA TTM	EV/EBIT TTM	Total Debt/ EV	Net Debt/ EV	Total Debt/ Equity	Net Debt/ Equity	EBITDA/ Int. Exp. CY1	(EBITDA- Capex)/ Int. Exp. CY1	EBIT/ Int. Exp. CY1	EBITDA *Multiplikator=EV
Größenklasse 1											
Peer Group Company 1	0,7	8,0	12,3	0,3	0,2	246,7	2,0	7,0	4,5	4,2	77,60
Peer Group Company 2	0,6	7,0	8,6	0,0	(0,2)	0,0	(0,6)	NA	NA	NA	14,00
Peer Group Company 3	0,6	8,0	8,8	0,2	0,1	55,7	0,5	NA	NA	NA	39,57
Peer Group Company 4	1,0	8,7	11,2	2,3	2,1	1,2	1,1	NA	NA	NA	19,58
Min	0,6	7,0	8,6	0,0	(0,2)	0,0	(0,6)	7,0	4,5	4,2	
Max	1,0	8,7	12,3	2,3	2,1	246,7	2,0	7,0	4,5	4,2	
Median	0,7	8,0	10,0	0,2	0,2	28,5	0,8	7,0	4,5	4,2	
Mittelwert	0,7	7,9	10,2	0,7	0,6	75,9	0,8	7,0	4,5	4,2	
25%-Quartil	0,6	7,8	8,8	0,1	0,1	0,9	0,2	7,0	4,5	4,2	
75%-Quartil	0,8	8,2	11,5	0,8	0,7	103,5	1,3	7,0	4,5	4,2	
Größenklasse 2											
Peer Group Company 5	1,0	9,5	13,8	0,3	0,2	129,4	1,1	NA	NA	NA	684,95
Peer Group Company 6	0,8	8,0	14,7	0,6	0,4	104,4	0,7	11,9	5,2	7,2	459,2
Peer Group Company 7	0,9	9,2	22,3	0,0	(0,1)	2,9	(0,1)	28,5	6,9	13,7	433,32
Peer Group Company 8	0,9	8,5	24,9	0,6	0,5	133,0	1,3	8,0	3,6	3,4	340
Peer Group Company 9	0,8	9,2	12,9	0,1	0,1	16,2	0,1	43,6	30,8	32,7	220,8
Min	0,8	8,0	12,9	0,0	-0,1	2,9	-0,1	8,0	3,6	3,4	
Max	1,0	9,5	24,9	0,6	0,5	133,0	1,3	43,6	30,8	32,7	
Median	0,9	9,2	14,7	0,3	0,2	104,4	0,7	20,2	6,1	10,4	
Mittelwert	0,9	8,9	17,7	0,3	0,2	77,2	0,6	23,0	11,6	14,2	
25%-Quartil	0,8	8,5	13,8	0,1	0,1	16,2	0,1	10,9	4,8	6,2	
75%-Quartil	0,9	9,2	22,3	0,6	0,4	129,4	1,1	32,3	12,9	18,4	
Größenklasse 3											
Peer Group Company 10	0,9	8,5	11,9	0,5	0,2	80,3	0,3	NA	NA	NA	4.420,9
Peer Group Company 11	0,8	8,5	12,4	0,2	0,1	46,5	0,3	21,6	12,2	15,1	1.615,0
Peer Group Company 12	1,3	10,0	12,9	0,3	0,2	119,2	0,8	7,7	5,0	5,2	3.400,0
Peer Group Company 13	1,3	12,0	6,1	0,0	(0,0)	17,7	(0,2)	15,7	11,0	12,3	1.800,0
Peer Group Company 14	1,2	10,1	13,4	0,3	0,2	62,6	0,6	21,5	9,5	13,9	1.818,0
Peer Group Company 15	1,2	11,0	6,8	0,3	0,2	NM	(106,9)	22,4	14,1	14,5	3.300,0
Min	0,8	8,5	6,1	0,0	(0,0)	17,7	(106,9)	7,7	5,0	5,2	
Max	1,3	12,0	13,4	0,5	0,2	119,2	0,8	22,4	14,1	15,1	
Median	1,2	10,1	12,2	0,3	0,2	62,6	0,3	21,5	11,0	13,9	
Mittelwert	1,1	10,0	10,6	0,3	0,2	65,3	(17,5)	17,8	10,4	12,2	
25%-Quartil	1,0	8,9	8,1	0,2	0,1	46,5	(0,1)	15,7	9,5	12,3	
75%-Quartil	1,3	10,8	12,8	0,3	0,2	80,3	0,5	21,6	12,2	14,5	
Gesamt											
Min	0,6	7,0	2,7	0,0	(0,2)	0,0	(106,9)	7,0	3,6	3,4	
Max	1,3	12,0	24,9	2,3	2,1	246,7	2,0	43,6	30,8	32,7	
Median	0,9	8,7	12,9	0,3	0,2	59,2	0,5	18,6	8,2	13,0	
Mittelwert	0,9	9,1	12,9	0,4	0,3	72,6	(6,6)	18,8	10,3	12,2	
25 %-Quartil	0,8	8,3	11,6	0,1	0,1	16,5	0,0	9,0	5,1	5,7	
75 %-Quartil	1,1	9,8	14,3	0,4	0,2	115,5	1,0	22,2	11,9	14,4	

Bei genauerer Betrachtung fällt auf, dass nicht nur bei der Bildung von Vergleichsgruppen börsennotierter Unternehmen oder bei der Betrachtung vergleichbarer Transaktionen ein erheblicher Arbeitsaufwand für Bereinigungsrechnung entsteht. Insbesondere die Bildung einer Vergleichsgruppe, einer sog. Peer Group, ist von großer Bedeutung. Dabei sind grundsätzlich die nachfolgenden Kriterien klassifizierend:

- Gleiche Branche oder vergleichbarer Branchenkonjunkturzyklus
- Vergleichbare Umsatzgrößenklasse
- Umsatzwachstumsraten
- Vergleichbare Rentabilität gemessen an, z.B.
 - EBITDA-Marge
 - EBIT-Marge
 - Return-on-Assets
 - Return-on-Invested-Capital
- Ergebniswachstumsraten

Nur wenn die Daten vergleichbar sind, ist das betreffende Unternehmen in die Peer Group einzubeziehen. Es ist ein weit verbreiteter Irrglaube, dass je mehr Unternehmen in einer Peer Group zusammengefasst sind, desto verlässlicher wäre der Multiplikator. **Letztendlich sind drei wirklich vergleichbare Unternehmen geeigneter zur Peer Group Bildung, als eine aus z.B. 20 Unternehmen bestehende Vergleichsgruppe.** Gleichzeitig kann bei Clusterbildung und Bildung von Relationen der Kennzahlen untereinander

auch z.B. die Auswirkung einer Akquisition auf den Multiplikator simuliert werden. Z.B. kann es sein, dass durch den Zusammenschluss zweier Unternehmen, die Umsatzgrößenklasse des fusionierten Unternehmens deutlich größer würde und das Unternehmen dadurch in eine andere Größenklasse „aufstiege“. Mit diesem Aufstieg kann z.B. eine Erhöhung des Multiplikators verbunden sein und damit die Akquisition per se werterhöhend. Z.B. basieren Buy-and-build-Konzepte von Private Equity-Unternehmen auf dieser Annahme.

Tabelle 3 zeigt die Zusammenstellung der Peer Group und die aus den Clustern abgeleiteten Multiplikatoren. Wie man aus dieser Tabelle erkennen kann, ist die Bandbreite der Multiplikatoren ebenso von Aussagekraft für die Anwendbarkeit, sprich Übertragbarkeit auf das Bewertungsobjekt. Diese Bandbreite kann z.B. durch die Darstellung der oberen und unteren Quartile der Datengesamtheit bestimmt werden.

All diese Faktoren müssen korrekterweise bei der Berechnung eines Vergleichsmultiplikators beachtet werden, um ein wirklich belastbar vergleichbares Ergebnis zu erzielen.

Fazit: Wann, wie und mit welchem Ziel kann mit Multiplikatoren gearbeitet werden?

Multiplikatoren sollten am Ende einer Vertragsverhandlung, beispielsweise bei Vorliegen von Kaufpreisdifferenzen angewendet werden. Hier können sie dazu dienen, Earn-out Komponenten zu definieren, mit denen man eine verhandlungsfördernde Vereinfachung durch Abstraktion darstellen kann.

Allemaal können Multiplikatorverfahren nur ein ergänzendes Element in der Unternehmensbewertung sein. Zu jeder seriösen, rationalen und wertorientierten Unternehmenstransaktion gehört eine detaillierte Betrachtung des Ertrages respektive der Liquidität in Form einer ertragswertorientierten Bewertung. Da dieses analytische Instrument jedoch in der rechnerischen Ausführung und Darstellung relativ komplex ist, kann es sich je nach Gesprächspartner anbieten, die Ergebnisse, z.B. einer Discounted-Cashflow-Methode, in einen Multiplikator zu transformieren, der wiederum einfacher in der Verhandlungspraxis eingesetzt werden kann. Eine gute Darstellung einer DCF-Bewertung zeigt immer auch die sich aus dem Ergebnis implizit ergebenden Multiplikatoren sowie anhand von Sensitivitätsrechnungen die Auswirkungen auf die Kenngrößen bei sich verändernden Parametern.]