

# NH

NAUST HUNECKE

## EBIT-Multiplikatorenverfahren Methode und theoretische Überlegungen

---

NH Gruppe - [info@nhup.de](mailto:info@nhup.de) - [www.nhup.de](http://www.nhup.de)

**ISERLOHN** - Lange Straße 19 - D-58636 Iserlohn  
Telefon +49(0)23 71 / 77 46 0  
Telefax +49(0)23 71 / 77 46 30

**HAGEN** - Elbersufer 1 - D-58095 Hagen  
Telefon +49(0)2331/ 376070  
Telefax +49(0)2331/ 37 60 777

**ATTENDORN** - Röntgenstraße 33 - D-57439 Attendorn  
Telefon +49(0)27 22 / 95 52 0  
Telefax +49(0)27 22 / 95 52 55

# EBIT-Multiplikatorenverfahren

## Methode und theoretische Überlegungen

### Hintergrund

Auch wenn ein Unternehmen bekanntlich nur soviel wert ist, 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 werden in der M&A-Praxis vermehrt so genannte EBIT-Multiplikatoren eingesetzt.

Zielsetzung der Multiplikatorenverfahren ist es, mit Hilfe von am Kapitalmarkt erzielter Preise für vergleichbare Unternehmen eine Einschätzung des Wertes des zu bewertenden Unternehmens zu gewinnen<sup>1</sup>. Vor allem in der Praxis werden die Multiplikatoren aufgrund ihrer Einfachheit herangezogen. Ebenso gewährleisten diese Verfahren ein gemeinsames Verständnis der verhandelnden Parteien hinsichtlich der Rahmenbedingungen der Transaktion, nicht zuletzt weil eine gewisse Vertrautheit mit den Grundprämissen besteht. Beispielsweise sind aktuelle marktübliche Multiplikatoren (als Grundvoraussetzung für aussagekräftige Ergebnisse) auf unterschiedlichen Quellen öffentlich und transparent zugänglich<sup>2</sup>.

### Grundlagen zur Herleitung des Unternehmenswerts (unabhängig vom Verschuldungsgrad)

Es besteht folgender Grundzusammenhang:

$EV = B \cdot M + VG_{nb}$   
EV = Enterprise Value (Unternehmenswert) des zu bewertenden Unternehmens  
B = Bezugsgröße (in diesem Fall EBIT<sup>3</sup>)  
M = Multiplikator (kapitalmarktorientiert)  
VG<sub>nb</sub> = Liquidationswerte nicht betriebsnotwendiger Vermögensgegenstände

Das EBIT-Multiplikatorenverfahren ist, wie obiger Zusammenhang zeigt, ein pragmatischer Ansatz zur Findung eines Unternehmenswertes. In Essenz ist es dabei ertragswert- bzw. DCF-basierten Methoden ähnlich, da es, ähnlich wie diese, den Barwert zukünftiger Erträge bzw. Gewinne durch Diskontierung ermittelt. Vereinfacht gesagt stellt der Multiplikator den Kehrwert des zur Abzinsung des nachhaltigen EBIT im Sinne einer ewigen Rente angenommenen Zinsfußes dar. Ein EBIT-Multiplikator von 5 entspricht beispielsweise der Diskontierung des nachhaltigen EBIT mit einem Zinsfuß i.H.v. 20%.

### Herleitung des Multiplikators

Die Multiplikatoren selbst werden im Regelfall häufig als Bandbreite, seltener als einzelner Wert ermittelt. Der Grund dafür liegt in erster Linie darin, dass die Kapitalisierungsdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen zum Zeitpunkt der Datenerhebung einer Vielzahl externer Einflüsse unterliegen. Oftmals wird die Bereinigung solcher statistischer Schwankungen durch die Berechnung bspw. statistischer Mittelwerte vorgenommen.

Nachfolgend wird ein Beispiel zur Herleitung des EBIT Multiplikators im Rahmen einer fingierten Unternehmenstransaktion dargestellt.

Informationen potentieller Vergleichsunternehmen des zu erwerbenden Zielunternehmens:

Unternehmen	EV (TEUR)	EBIT (TEUR)	Multiplikator	ND (TEUR)
A	1.000	100	10,0	0
B	1.000	100	10,0	50
C	2.000	180	11,1	0
D	2.000	167	12,0	100

Tabelle 1: Herleitung des EBIT-Multiplikators im Rahmen einer fingierten Unternehmenstransaktion.

Aus den obigen Werten ergibt sich ein Korridor für den EBIT-Multiplikator zwischen 10,0 und 12,0. Der statistische Mittelwert beträgt 10,7.

Das obige Beispiel verdeutlicht, dass der Multiplikator empirisch auf den Einschätzungen und Finanzanalysen der verschiedenen Kapitalmarktteilnehmer (welche in Gänze den Marktwert eines börsennotierten Unternehmens bestimmen) beruht. Eine Kernprämisse ist hierbei, dass die Einschätzungen der Marktteilnehmer im Durchschnitt zutreffend sind, so dass der ermittelte Multiplikator ein Spiegelbild der aktuell herrschenden Marktlage und Erwartungen innerhalb der jeweiligen Branche ist.

Spezifische Anpassungen werden häufig dann vorgenommen, wenn die herangezogenen Vergleichsunternehmen nicht in allen Punkten mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind (z.B. Paketzuschläge, Unternehmensgröße, Funktibilität).

1. Seltener, weil weniger transparent als Kapitalmarkttransaktionen, werden auch nicht kapitalmarktorientierte Transaktionen verwendet.

2. Vgl. zb. <http://www.finance-magazin.de/research/multiples/>

3. EBIT ist die englische Abkürzung für Earnings Before Interest and Tax, übersetzt also der Gewinn vor Zinsen und Steuern oder das operative Betriebsergebnis. Aus der üblichen GmbH-Bilanz wird dieser Wert ermittelt, indem dem Ergebnis vor Steuern das Netto-Zinsergebnis wieder aufgeschlagen wird. Im Idealfall liegen Daten für die letzten zwei Geschäftsjahre sowie Schätzungen für das aktuelle und die drei folgenden Jahre vor. Ist dies der Fall, so sollten diese Werte um Einmaleffekt und periodenfremde Effekte bereinigt werden. Hieraus sollte der Mittelwert gebildet werden.

4. Die Nettofinanzverschuldung (Net Debt) errechnet sich aus der Summe der zinstragenden Verbindlichkeiten abzüglich der überschüssigen Barreserven. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen werden nicht eingerechnet, da sie zum laufenden Geschäftsbetrieb gehören und in der Regel nicht zinstragend sind. Die überschüssigen Barreserven bestehen aus Bargeld, Sichteinlagen und kurzfristigen Geldanlagen, die nicht aus reinen Liquiditätsgesichtspunkten zur Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit erforderlich sind. Stichtag ist immer der Tag der Unternehmensbewertung.

# EBIT-Multiplikatorenverfahren

## Methode und theoretische Überlegungen

### Überleitung vom Enterprise Value zum Eigenkapitalwert

Eine wesentliche Feststellung bezüglich der Bezugsgröße EBIT zur Herleitung des Unternehmenswertes ist dessen Unabhängigkeit vom Verschuldungsgrad des Unternehmens. Somit ermittelt die Methode den Unternehmenswert als das sowohl für die Renditeerwartung der Unternehmenseigner als auch für die Befriedigung der Fremdkapitalgeber zur Verfügung stehende operative Ergebnis. Theoretisch können daher zwei Unternehmen mit ansonsten identischen Kapitalmarktdaten den gleichen Unternehmenswert (Enterprise Value; „EV“) erzielen, obwohl eines der beiden Unternehmen einen höheren Verschuldungsgrad aufweist.

Zur Veranschaulichung siehe Tabelle 1 auf der vorigen Seite. Sowohl Unternehmen A als auch Unternehmen B weisen ein EBIT i.H.v. TEUR 100 und einen am Kapitalmarkt ermittelten Unternehmenswert von TEUR 1.000 auf. Der ermittelte EBIT-Multiplikator liegt demnach bei 10. Im Gegensatz zu Unternehmen A (keine Fremdverschuldung) nimmt Unternehmen B allerdings Darlehen i.H.v. TEUR 50 in Anspruch. Unternehmen B muss also den zukünftig zur Verfügung stehenden EBIT i.H.v. TEUR 100 teilweise zur Tilgung bestehender Darlehen nutzen.

Das obige Beispiel zeigt, dass trotz sonst vergleichbarer Finanzdaten, der Eigenkapitalwert von Unternehmen A höher sein muss, als der von Unternehmen B, weil Unternehmen A keine Fremdverschuldung aufweist und alle zukünftigen Gewinne somit allein den Eigentümern zufließen können. Wenn im Rahmen der Transaktion die bestehenden Darlehensverpflichtungen auf den Erwerber übergehen, muss der Kaufpreis dementsprechend um diese Verpflichtungen bereinigt werden.

**Warum wird die Nettofinanzverschuldung vom ermittelten Unternehmenswert (Enterprise Value) abgezogen, um zum Kaufpreis für das Eigenkapital der Zielgesellschaft zu gelangen?**

Um den Effekt der Fremdverschuldung auf den Unternehmenswert (Enterprise Value; „EV“) im Rahmen der Kaufpreisfindung zu bereinigen, sollte daher der sogenannte Nettofinanzsaldo (Net Debt<sup>4</sup>) von diesem subtrahiert werden, um zum Eigenkapitalwert zu gelangen.

### Der ermittelte Eigenkapitalwert führt zum Nettokaufpreis

Der Eigenkapitalwert spiegelt also den Wert wider, der im Rahmen des Bewertungsverfahrens den Zeitwert der zukünftigen Nettozuflüsse an die Anteilseigner des Unternehmens näherungsweise darstellt. Unter Berücksichtigung der zu übernehmenden Fremdverschuldung stellt der Eigenkapitalwert somit den eigentlichen Nettokaufpreis dar.

Es besteht folgender Grundzusammenhang:

$$EK = EV - ND$$

EK = Equity Value (Eigenkapitalwert)

EV = Enterprise Value (Unternehmenswert)

ND = Net Debt (Nettofinanzverschuldung<sup>4</sup>)

### Rechenbeispiel

Werte in TEUR	
Vorsteuerergebnis	250
- Zinserträge	30
+ Zinsaufwand	80
<b>= EBIT</b>	<b>300</b>
x branchenüblicher Multiplikator	10
<b>= Unternehmenswert (EV): 1</b>	<b>3.000</b>
- Bankschulden	250
+ Flüssige Mittel (Festgeld, Kasse, etc.)	50
<b>= Nettofinanzverschuldung: 2</b>	<b>200</b>
<b>= Eigenkapitalwert: 1 – 2</b>	<b>2.800</b>

Tabelle 2: Anwendung der EBIT-Multiplikatorenmethode - Rechenbeispiel

4. Die Nettofinanzverschuldung (Net Debt) errechnet sich aus der Summe der zinstragenden Verbindlichkeiten abzüglich der überschüssigen Barreserven. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen werden nicht eingerechnet, da sie zum laufenden Geschäftsbetrieb gehören und in der Regel nicht zinstragend sind. Die überschüssigen Barreserven bestehen aus Bargeld, Sichteinlagen und kurzfristigen Geldanlagen, die nicht aus reinen Liquiditätsgesichtspunkten zur Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit erforderlich sind. Stichtag ist immer der Tag der Unternehmensbewertung.

#### Literatur:

Ballwieser, W. (2004): Unternehmensbewertung, Stuttgart

Wollny, C. (2008): Der objektivierte Unternehmenswert, Hamm

Liu, J. Nissim, D. & Doron, J. (2002): Equity valuation using multiples. In JAR, Vol. 40, S. 135-172

Soffer, L. & Soffer, Robin C. (2003): Financial statement analysis: A valuation approach, Upper Saddle River, NJ