

Unternehmensbewertung: Was ist eigentlich mein Verlag wert?

Wer bietet mehr?

Von Ulrich Spiller,
Heinold, Spiller
& Partner, Hamburg

Im Zusammenhang mit den vielen Berichten der letzten Zeit über Verlagskäufe und -verkäufe stellt sich so mancher Verleger die Frage: Was ist eigentlich mein Verlag wert? Hierauf nur eine oder gar die richtige Antwort zu geben, fällt schwer, da es auf die jeweilige Ausgangssituation und die Zukunftsaussichten ankommt. Einige denkbare Konstellationen und vor allem die Ausgangsbasis für eine Bewertung sollen hier – zum Teil vereinfacht – vorgestellt werden.

Foto: Bilderbox



Den Wert eines Verlags zu bestimmen ist schwer:
Vor allem die Nachfrage regelt hier den Preis

Als Bewertungsbasis dient im Verlagswesen häufig leider immer noch der Umsatz und ein entsprechender Multiplikator. Für Letzteren wird dann häufig der Wert „mindestens 1“ genannt, das heißt der Kaufpreis wird mindestens in Höhe eines Jahresumsatzes erwartet. Betriebswirtschaftlich gesehen war eine solche Betrachtung schon immer zumindest zweifelhaft, wenn sie auch in besseren wirtschaftlichen Zeiten als eine gewisse Näherungsgröße ihre Berechtigung gehabt haben mag. In der heutigen Zeit reicht sie aus unserer Sicht nicht einmal mehr dafür aus.

Wichtiger als der Umsatz ist das Käuferinteresse

Selbstverständlich werden bei einem Verlagsverkauf wie bei anderen Unternehmen auch zur Feststellung eines Kaufpreises Bilanzen und die GuV der letzten Jahre herangezogen. Wichtiger als der Umsatz oder der Jahresüberschuss und/oder Aktiva und Passiva ist für das grundsätzliche Interesse eines potenziellen Käufers, der den Verlag, beziehungsweise die in diesem Verlag erscheinenden Werke, fortführen will, aber das Betriebsergebnis. Dieses wird auch im Verlagsgeschäft zunehmend in Form des EBIT (**E**arnings **b**efore **I**nterest and **T**axes, also der Gewinn vor Zinsen und Steuern) oder des EBITDA (**E**ar-

nings **b**efore **I**nterest, **T**axes, **D**epreciation and **A**mortization, also das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) ausgedrückt. Anhand dieser Ergebnisse und marktüblicher Multiplikatoren wird dann ein Basis-Kaufpreis ermittelt. Der Durchschnitts-Multiplikator bei Verlagskäufen liegt etwa bei 5 mit einem Ausschlag nach oben in Richtung 7 (auf Basis EBITDA) oder nach unten in Richtung 3 (auf Basis EBIT), letzterer vor allem bei Unternehmen, die in absehbarer Zeit nicht wachsen werden.

Aktiva wie zum Beispiel Grundstücke und Immobilien oder Beteiligungen werden immer gesondert betrachtet oder häufig ganz aus der Betrachtung herausgelassen (Asset Deals). Die für das Verlagsgeschäft wichtigen aktivierten Rechte ebenso wie die aus rechtlichen Gründen nicht aktivierbaren Werte (zum Beispiel der Wert eines Abonnentstammes) werden ebenfalls gesondert betrachtet und können als eigene Größe in den Kaufpreis einfließen.

Wenn die Käufer Schlange stehen, steigt der Wert

Betrachten wir nun zunächst den für einen Verkäufer günstigsten Fall: Sie besitzen ein seit Jahren renditestarkes Juwel im Fach- oder Special-Interest-Bereich, und es besteht keine Gefahr, dass sich dieser Zustand in den nächsten Jahren wesentlich ändern wird (das entspricht nach der Unterscheidung weiter rechts einer Konstellation 1a) und 2a)). Wenn dann noch die Käufer Schlange stehen, können Sie ruhig davon ausgehen, dass die oben genannten Faktoren bei weitem übertroffen werden.

BEISPIEL *Ihr Verlag macht einen Umsatz von 5 Millionen Euro, die Umsatzrendite (EBIT) liegt bei 15 Prozent (das heißt, Sie machen einen operativen Gewinn von 750.000 Euro). In diesem Fall können Sie mit einem Kaufpreis bis zum zehnfachen des Gewinns (also 7,5 Millionen Euro) oder mehr rech-*

nen. Auch wenn es nur einen potenziellen Käufer geben sollte, sollte ein ernst gemeintes Kaufangebot in dieser Konstellation nicht unter 5,5 Millionen Euro liegen.

Selten wird die Ausgangssituation aber so einfach sein. Vielmehr wird es sich in den meisten Fällen um eine Mischung handeln, die von folgenden Faktoren bestimmt wird:

1. Die aktuelle Ergebnissituation

- a) *Der Verlag macht bisher dauerhaft Gewinn (EBIT oder EBITDA)*
- b) *Der Verlag existiert noch nicht so lange und hat vielleicht gerade erst den Turn around erreicht (oder er existiert schon länger und hat nach einer gewissen Verlustphase diesen Punkt erreicht)*
- c) *Der Verlag macht schon länger Verluste (EBIT)*

2. Die Zukunft des Marktes

- a) *Der Verlag ist in einem Wachstumsmarkt tätig*
- b) *Der Verlag ist in einem stagnierenden Markt tätig*
- c) *Der Verlag ist in einem schrumpfenden Markt tätig*

3. Der Kaufinteressent

- a) *Der Interessent ist ein anderer Verlag und handelt aus strategischem Interesse*
- b) *Der Interessent ist ein Finanzinvestor*

Mögliche Bewertungen

- Der vermutlich einfachste Fall ist Fall 1c: Unabhängig vom Typ des Kaufinteressenten (3a oder b) stellt sich die Frage, ob die negativen in positive Ergebnisse umgewandelt werden können (voraussichtlich nur möglich in einem Wachstumsmarkt, Fall 2a. Sollte dies nicht der Fall sein, ist der Verlag höchstens den berühmten einen Euro wert.

Sollte im Falle eines Wachstumsmarktes ein strategisches Kaufinteresse (Fall 3a) bestehen, so kommt es darauf an, aus welchen Gründen seitens eines Käufers

dieses Interesse besteht (Synergieeffekte, Marktberreinigung, Marktbeherrschung etc.). Der Kaufpreis bemisst sich dann an den beim Käufer entstehenden Effekten sowie der Nachfragesituation. Ein Kaufpreis > Null ist dann denkbar, im Vorhinein aber nicht bezifferbar.

- In den Fällen 2b und 2c wird sich ein Kaufinteressent generell nur schwer finden lassen. Sollte es doch ein solches Interesse geben, wird sich die Investitionsbereitschaft vermutlich sehr in Grenzen halten.

- In einem Fall 1a kombiniert mit 2b (schwarze Null in einem stagnierenden Markt) ist der Wert über den oben beschriebenen Prozess „Ergebnis mal x“ nicht ermittelbar, da das Ergebnis höchstens eine „schwarze Null“ ist. Hier wird sich der Preis unabhängig vom Typus des Kaufinteressenten an Zukunftserwartungen ausrichten (so zum Beispiel geschehen bei New Economy Firmen, die Risiken sind inzwischen hinlänglich bekannt), zumindest aber an den bisher getätigten Investitionen und einem Aufschlag für die Geschäftsidee, für bereits aufgebaute Kundenbeziehungen etc.

Einen Verlag kann man nicht nach Schema X bewerten

Dies sind nur einige Beispiele, die aber zeigen, dass ohne die Betrachtung der Ausgangssituation keine klare Aussage getroffen werden kann. Eine schematische Bewertung ist gerade für Verlage unserer Ansicht nach nicht möglich. Jeder Fall muss im Hinblick auf die unterschiedliche Ausgangssituation und unterschiedliche Zukunftsszenarien individuell bewertet werden. Außerdem spielt natürlich auch die Frage eine Rolle, weshalb verkauft werden soll. Problematisch sind in der Mehrzahl alle Fälle, in denen der bisherige Inhaber einen Verlag aufgebaut hat, welcher stark von ihm abhängig ist (Programm, Autoren etc.). Leichter ist es bei solchen Verlagen, in denen Produkte verlegt wer-

Checkliste Ausgangssituation

- In welchem Markt/welchen Märkten ist mein Verlag tätig?
- Wer sind die Wettbewerber?
- Handelt es sich um
 - einen Wachstumsmarkt
 - einen stagnierenden Markt
 - einen schrumpfenden Markt?
- Welche strategischen Optionen gibt es
 - für meinen Verlag
 - für die Wettbewerber
- Wie stellt sich meine Ergebnissituation in den nächsten Jahren voraussichtlich dar?
- Welche Kaufinteressenten gibt es?
- Gilt deren Interesse voraussichtlich dem Verlag als Ganzes oder nur einem bestimmten Teil?
- Kann ich den Wert bestimmter Programmteile isoliert feststellen?

den, die auch unabhängig von den bisherigen Strukturen weiter verlegt werden können; im Zeitschriftenbereich ist das meistens der Fall. Hier könnte dann aber auch die Situation eintreten, dass sich ein potenzieller Käufer gar nicht für den ganzen Verlag, sondern nur für einzelne Programmteile interessiert. Wenn es sich dabei um Zeitschriften handelt, kommen dann für eine Bewertung neben dem aktuellen Ergebnis und den Zukunftsaussichten noch Faktoren wie der Abonnentenstamm oder die Marke in Frage. Auch für diese gilt aber, dass es kaum objektive Bewertungsmaßstäbe gibt, sondern die Höhe eines Kaufangebots letztendlich von den Effekten abhängt, die sich der Käufer für seine eigenen Aktivitäten verspricht.

Als Fazit lässt sich sagen:

- *Die einfache Formel Kaufpreis = Umsatz x 1,x hat längst ausgedient.*
- *Eine andere Formel, die für die Mehrzahl der Verlage Gültigkeit hat, gibt es nicht.*
- *Der Kaufpreis hängt in starkem Maße von den Intentionen des Käufers ab.*
- *Je besser aber ein Verlag im Markt da steht, um so mehr Interessenten wird es voraussichtlich geben und umso besser ist die Verhandlungsposition.*