



FACHBEITRAG

ERGEBNISEFFEKTE

Betrachtet man den europäischen M&A Markt sowohl anhand der Anzahl der Transaktionen als auch an deren Transaktionswert, so stellt man fest, dass im Januar 2012 der tiefste Stand des letzten Jahres erreicht wurde. Ein Grund hierfür ist unter anderem eine geringere Anzahl an Transaktionen durch Beteiligungsgesellschaften, sogenannte Private Equity Investoren.

Das liegt an der erschwerten Möglichkeit, Akquisitionsfinanzierungen abzuschließen zu können, die in sogenannten Leveraged Buy-outs einen signifikanten Teil der Kaufpreisfinanzierung von Private Equity Investoren bilden. Daraus ergeben sich zwei Fragen: Wie wird gerechnet – und was leitet sich daraus ab?

Zum Hintergrund: Traditionell strukturieren Private Equity Investoren den Erwerb Ihrer Beteiligungen aus einer Mischung von eigenen Mitteln von ihren speziell dafür aufgelegten Eigenkapitalfonds sowie Bankkrediten, sog. Akquisitionsfinanzierungen, die von Kreditinstituten speziell für diesen Zweck aufgenommen werden. Eigenkapital wird vom Käufer meist unter Einschaltung einer neu gegründeten Gesellschaft als Akquisitionsvehikel (Special Purpose Company) oder NewCo zur Verfügung gestellt. Eigenkapital steht dem Unternehmen dauerhaft zur Verfügung und trägt keine Zinsen. Der Eigenkapitalgeber wird über die Wertentwicklung seines Gesellschaftsanteils und seinem Ausschüttungs- bzw. Dividendenanspruch am wirtschaftlichen Erfolg des Unterneh-

mens beteiligt. Das Fremdkapital wird grundsätzlich von einer Bank, aufgrund der manchmal beträchtlichen Höhe auch von einem Bankenkonsortium, in Form von Krediten zur Verfügung gestellt. Das Fremdkapital verbleibt nur eine bestimmte Zeit im Unternehmen und wird gewinnunabhängig verzinst. Ein Fremdkapitalgeber erhält keine Gesellschafterstellung. In vielen Akquisitionsfinanzierungen werden darüber hinaus Mischformen aus Eigen- und Fremdkapital (sog. Mezzaninedarlehen o. ä.) eingesetzt.

Eine Unternehmensakquisition, bei der neben dem Eigenkapital in erheblichem Umfang Fremdkapital eingesetzt wird, nennt man einen Leveraged Buy-out oder kurz LBO. Bei solchen LBO erhalten die Kredit gewährenden Banken von den Investoren typischerweise zunächst keine substantiellen dinglichen Sicherheiten mit Ausnahme der Möglichkeit der Verpfändung der Gesellschaftsanteile. Die Bemessung der Kredithöhe orientiert sich maßgeblich an dem zukünftig prognostizierten freien Cashflow der Zielgesellschaft. Daneben werden zwar auch Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft mit in das Sicherheitenkonzept einbezogen, allerdings sind hier vielfältige steuerliche und rechtliche Besonderheiten zu beachten. Dementsprechend treffen Banken ihre Kreditentscheidung in erster Linie auf Basis der prognostizierten Cashflows der Zielgesellschaften, aus dem die gesamten Kreditmittel bedient werden müssen und erst in zweiter Linie aufgrund der verfügbaren Sicherheiten.

Die nachfolgende Grafik zeigt die grundsätzliche Struktur eines Leveraged Buy-outs.

Der Vorteil eines Leveraged Buy-outs liegt für die Investoren in der Ausnutzung des in der Betriebswirtschaftslehre auch an anderen Stellen zitierten Leverage Effektes. Dabei macht sich der Investor die Hebelwirkung des Fremdkapitals für die Rendite seines eingesetzten Kapitals zunutze. Die Rendite des Eigenkapitals nimmt bei steigender Verschuldung jeweils so lange zu, wie die Gesamtkapitalrendite größer ist als der Fremdkapitalzinssatz. Die Gesamtkapitalrendite wird definiert als die Rendite auf das insgesamt im Unternehmen eingesetzte Eigen- und Fremdkapital.

Um die Finanzierung optimal auf die Cashflows des Zielunternehmens anzupassen, werden die Fremdkapitalmittel oft in unterschiedlichen, flexibel gestalteten Fremdkapitaltranchen zur Verfügung gestellt. Das Fremdkapital besteht somit aus sogenannten Senior Krediten (klassische Kreditfazilitäten) und den oben erwähnten Mezzaninekrediten bzw. anderen Formen nachrangiger Finanzierungsinstrumente, wie z.B. stille Beteiligungen, Genussrechtsanteile oder Wandelanleihen. Es gilt: Je höher die Fremdverschuldung des erworbenen Unternehmens nach der Transaktion ist, desto stärker wird der dort erwirtschaftete Cashflow durch den Kapitaldienst belastet. Bleibt das operative Geschäft des erworbenen Unternehmens hinter den Prognosen zurück, besteht die Gefahr, dass der freie Cashflow (Cashflow nach Investitionen, Veränderungen des Working Capitals und nach Steuern) nicht ausreicht, um die hohen Zinsverbindlichkeiten aus der Akquisitionsfinanzierung zu erfüllen.

Banken lassen sich deshalb in der Regel Sonderkündigungsrechte für ihre Kredite

einräumen, die sie an der Einhaltung bestimmter Kennzahlen (sogenannter Financial Covenants) knüpfen. Kommt es zur Nichteinhaltung, sind die Banken berechtigt, die Kredite gegenüber der Erwerbengesellschaft zu kündigen und insgesamt fällig zu stellen.

Grundsätzlich ist ein Private Equity Investor ein „Investor auf Zeit“. Das Investment zielt in aller Regel auf einen Verkauf der Anteile (Exit) nach dem Erreichen definierter Zielgrößen und damit im Idealfall die Realisierung des Gewinns auf das eingesetzte Eigenkapital ab. Die Messzahlen für den Erfolg einer solchen Unternehmensübernahme für den Private Equity Investor sind die interne Verzinsung des eingesetzten Kapitals (Internal Rate of Return oder kurz IRR) sowie der sogenannte Money-Multiple (oder Cash-Return), d.h. die Kennzahl, wie oft das eingesetzte Kapital am Ende zurückbezahlt wird.

Bei einer typischen Akquisitionsfinanzierung wird ein großer Teil der Kredite von der neu gegründeten Erwerbengesellschaft aufgenommen, die über kein eigenes operatives Geschäft verfügt. Die Mittel zur Bedienung der Kredite stammen jedoch von der erworbenen, operativ tätigen Zielgesellschaft. Das Vermögen der operativ tätigen Gesellschaft dient somit zunächst der Befriedigung ihrer eigenen Gläubiger und erst in zweiter Linie der Erfüllung der Ansprüche der Gesellschafter; die Gläubiger der Erwerbengesellschaft sind dementsprechend gegenüber den Gläubigern der Zielgesellschaft im sogenannten „strukturellen Nachrang“. Um den strukturellen Nachrang der Kreditgeber zu beseitigen kommt eine Verlagerung der von der Erwerbengesellschaft aufgenommenen Kredite in die operative Gesellschaft in Betracht. Dies bezeichnet man als Debt-Push-Down. Dieser Debt-Push-Down ist auch unter dem Gesichtspunkt der Gesellschafterfremdfinanzierung oftmals vorteilhaft. Somit sind am Ende in den meisten Transaktionen Kreditverbindlichkeiten aus der Akquisitionsfinanzierung und operativer Cashflow in der gleichen Gesellschaft.

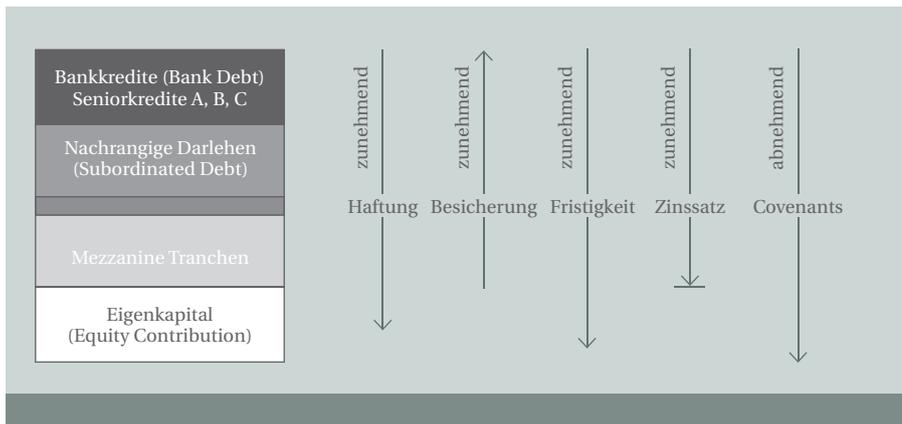
Die nachfolgenden Rechenbeispiele basieren auf der eben beschriebenen Struktur.



Große Leveraged Buy-out Transaktionen werden heutzutage auf Basis von Kreditverträgen der Loan Market Association (LMA) abgeschlossen. Diese, von verschiedenen internationalen Anwaltskanzleien, mittlerweile standardisierten Kreditverträge sind in der Regel mehrere hundert Seiten lang und enthalten Definitionen für jede Kreditfazilität, Besicherung und Kündigungsrechte.

Sehr vereinfacht können die zur Verfügung gestellten Kreditmittel wie folgt unterteilt werden:

Zunächst wird die Tranche A des Seniorkredits fällig. Ein Seniorekredit hat eine laufende Ratentilgung. Die Tranche B eines Seniorekredits hat meist eine Endfälligkeit, in der Regel ein Jahr nach der letzten Tilgungsrunde der Tranche A. Die Tranche C wiederum wird in der Regel nach Fälligkeit der Tranche B zurückgezahlt und erst danach kommen Mezzaninekredite, die individuell ausgestaltet werden. Das nachfolgende Schaubild zeigt im Überblick die verschiedenen Finanzierungsquellen bei einer LBO Finanzierung.



Da die meisten Unternehmenstransaktionen, bei denen Private Equity Investoren als Kaufinteressenten auftreten, kompetitive Situationen darstellen, ist eine Unternehmensbewertung als Ausgangspunkt der Überlegungen eher zweitrangig. Vorrangig ist, ob es dem Finanzinvestor gelingt, mit dem notwendig zu zahlenden Kaufpreis, eine attraktive Rendite, der oben erwähnten IRR, auf das eingesetzte Kapital zu erwirtschaften. Dementsprechend ist zum einen die Höhe der am Markt verfügbaren Akquisitionsfinanzierung, zum anderen der Veräußerungserlös beim Exit wichtige Faktoren in der Bestimmung des Unternehmenswerts. In dieser Kalkulation ist der

Eingangspreis, der oftmals als ein Vielfaches einer Ertragsgröße ausgedrückt wird (z.B. EBITDA-Multiple), ein ebenso wichtiger Faktor wie der Multiplikator, den man am Ende des Investments glaubt erreichen zu können. Diese Multiplikatoren werden Entry- und Exit-Multiple genannt.

In unserer Musterberechnungen ist der Entry-EBITDA-Multiple mit 6,0x angenommen. Da wir in unserem Beispiel von einem vorsichtigen Finanzinvestor ausgehen, nimmt dieser in seiner Berechnung sogar an, er könne das Unternehmen später „nur“ mit einem EBITDA-Multiple von 5,0 verkaufen.

Die Wertsteigerungshebel, die einem Finanzinvestor in solchen Fällen zur Verfügung stehen, sind grundsätzlich:

- Operative Wertsteigerung
- Leverage (Verschuldung zu Beginn der Transaktion) und
- Deleverage (Abbau der Verschuldung während der Haltedauer)
- Multiple Expansion (teurer Verkauf des Unternehmens am Ende der Exit-Periode; im Grundmodell unseres Beispiel ist das Gegenteil unterstellt)

Bei einem EBITDA-Multiple von 6,0x wird am Anfang ein Kaufpreis von EUR 9,24 Mio. gezahlt. Dieser Kaufpreis wird in Variante 1 mit EUR 7,0 Mio. Fremdkapital finanziert; der Eigenkapital-Anteil als Differenz zum Kaufpreis inkl. Transaktionskosten beträgt damit EUR 2,55 Mio. (ca. 26%). Bei einem Verkauf im Jahre 2016 (Haltedauer rd. 5 Jahre) unterstellen wir einen Exit-Multiplikator von 5,0x. Das EBITDA hat sich in diesem Zeitraum von EUR 1,54 Mio. auf EUR 2,02 Mio. verändert. Der sich ergebende Enterprise Value beträgt EUR 10,86 Mio. Da das Fremdkapital sich in unserem Beispiel von ursprünglich EUR 7,0 Mio. durch sehr hohe Tilgungen auf EUR 1,98 Mio. reduziert hat, ergibt sich eine Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals (oder englisch IRR = Internatl Rate of Return) von rd. 26%.

Doch nun wieder zurück vom Zahlenbeispiel in die Realität: Mittlerweile haben sich die Kreditmärkte gewandelt. Während vor ein paar Jahren noch Eigen-/Fremdkapitalrelationen bei Buy-outs von 10:90 bis 30:70 möglich waren, ist heute in der Regel eine Relation von 50:50 notwendig. Bezogen auf das EBITDA des

Zielunternehmens haben Banken noch Mitte 2009 Fremdfinanzierungspakete angeboten, die einem EBITDA-Multiple von bis zu 8,0x entsprachen und das wohlgerne nur für den Anteil der Akquisitionsfinanzierung. Wenn man das Eigenkapital der Private Equity Investoren noch hinzurechnet wurden hier EBITDA-Multiples bezogen auf den Enterprise Value von teilweise bis zum 10-fachen gezahlt. Dass diese Rechnungen in Zeiten aufkommender Rezessionen und Finanzkrisen sowohl für die Private Equity Investoren als auch für die akquisitionsfinanzierenden Banken oft in handfesten Krisen und nicht zuletzt Insolvenzen endete, ist hinreichend bekannt.

Dies alles hat nun dazu geführt, dass Banken – sofern sie denn überhaupt noch Akquisitionsfinanzierungen anbieten – deutlich vorsichtiger geworden sind bei der Strukturierung und Bereitstellung von Akquisitionsfinanzierungen. Für viele Private Equity Investoren bedeutet diese Zurückhaltung der Banken, dass man zurzeit sogar über sog. ‚All-Equity-Transaktionen‘ nachdenkt, d.h. sie finanzieren den Kaufpreis zunächst komplett aus Eigenkapital; sollten sich die Kreditmärkte weiter stabilisieren, kann im Nachhinein umfinanziert werden.

In unserer zweiten Beispielrechnung haben wir nur die Finanzierungsstruktur

geändert und haben eine All-Equity-Transaktion unterstellt. Bei gleichen Annahmen über Exit-Zeitraum und Verkaufspreis ergibt sich eine deutlich niedrigere interne Verzinsung des eingesetzten Vermögens – nämlich „nur“ noch 11%-Punkte.

Wenn nun aber die Private Equity Investoren und der Kapitalmarkt eine Zielrendite von über 25% pro Jahr für eine solche riskante Risikoanlage fordern, so ist diese nur zu erzielen, wenn der Kaufpreis niedriger ist, getreu der alten Kaufmannsregel „der Gewinn liegt im Einkauf“.

In unsere dritten Rechnung haben wir nun den „Einkaufspreis“ variiert, d.h. den Entry-Multiple verringert, um am Ende wiederum auf die Zielrendite aus „alten Tagen“ des Beispiel 1 von 26% zu gelangen.

Dies ist nur möglich, wenn der Entry-Multiple statt bei 6,0x EBITDA bei 3,3x EBITDA liegt. Darüber hinaus haben wir die ursprüngliche pessimistische Sichtweise, nämlich dass zum Zeitpunkt des Verkaufs ein im Vergleich zum Entry-Multiple von 6,0x schlechterer Exit-Multiple von 5,0x erzielt wird, modifiziert. Der Entry-Multiple im dritten Beispiel liegt weiterhin bei 5,0x und ist natürlich im Vergleich zum Entry-Multiple von 3,3x deutlich besser.

Zwischenfazit: Nur bei einem deutlich geringeren Kaufpreis des Finanzinvestors kann eine entsprechende Rendite erzielt werden.

Was lernen wir daraus? Muss man nun den Kopf in den Sand stecken und warten bzw. auf bessere Zeiten hoffen?

Mitnichten. Zum einen sind wir der Auffassung, dass sich langfristig die Renditeziele der Private Equity Investoren nach unten bewegen werden. Zum anderen spricht all dies ohnehin für die Philosophie, die Allert & Co. schon seit Gründung des Unternehmens im Blickpunkt des Handelns hat, nämlich das Pro für einen Verkauf eines Unternehmens an einen strategischen Investor und nur in ganz speziellen Ausnahmefällen der Verkauf eines Unternehmens an einen Finanzinvestor.

Warum? Ein strategischer Investor muss doch eigentlich die gleiche Rechnung anstellen? Ja, das stimmt, jedoch gibt es eine Reihe von Parametern, die ein strategischer Investor anders setzt:

Erstens hat ein strategischer Investor in der Regel keinen fest definierten Exit-Zeitpunkt, dementsprechend können Amortisationszeitpunkte von Unternehmensakquisitionen individuell und später gesetzt werden. Zweitens ist die Finanzierung meist konservativer und vor dem Hintergrund der Haftung des Gesamtunternehmens für einen Unternehmenskauf auch heute noch zu guten Eigen-/Fremdkapitalrelationen – gute Bonität vorausgesetzt – zu bewerkstelligen. Und drittens, und das ist der wichtigste Punkt, kauft der strategische Investor ein Unternehmen im Wesentlichen um Synergieeffekte zwischen seinem Kerngeschäft und dem Geschäft des zugekauften Unternehmens zu realisieren. Dementsprechend ist der Ergebniseffekt deutlich höher als bei einem Finanzinvestor.

Fazit:

Auch in Zeiten schwieriger Kapital- und Kreditmärkte sind erfolgreiche Unternehmensverkäufe zu realisieren. Entscheidend ist die Suche nach einem Investor, der den Wertbeitrag seiner Akquisition nicht nur über eine geschickte Finanzstruktur erzielt, sondern über das was Wirtschaften ausmacht, nämlich vor allem über die Verbesserung des operativen Geschäftes.]



MUSTER-GMBH – LEVERAGED BUY-OUT ANALYSE – BEISPIEL 1 FINANZIERUNG MIT RD. 27% EK
(in Millionen, Geschäftsjahr endend am 31.12.)

Transaktionsüberblick

Finanzierungsquellen		EBITDA-Multiplikator			Finanzmittelverwendung		Return Analysis	
Betrag	in % von Gesamt	9/30/2011	kumuliert	Pricing	Betrag	in % von Gesamt	Exit Year	2016
KK-Kredit	-	-x	-x	L+325 bps	Kaufpreis Muster GmbH	9.240,0 €	96,5 %	2016
Senior Kredit A	2.000,0 €	20,9 %	1,3x	L+275 bps	Rückzahlung exist. Verbindl.	300,0 €	3,1 %	6,0 x
Senior Kredit B	4.000,0 €	41,8 %	2,6x	L+350 bps	Finanzierungsgebühren	20,0 €	0,2 %	5,0 x
Nachrangdarlehen	1.000,0 €	10,4 %	0,6x	4,5 x	Sonstige Gebühren	15,0 €	0,2 %	26 %
Eigenkapitalanteil	2.550,0 €	26,6 %	1,7 x	6,2 x				3,2 x
Cash on Hand	25,0 €	0,3 %	0,0 x	6,2 x				
Gesamt Herkunft	9.575,0 €	100,0 %	6,2 x		Gesamt Verwendung	9.575,0 €	100,0 %	

Finanzstruktur

Structure 1

Zusammenfassende Finanzdaten

	Historie		Planungszeitraum												
	2008	2009	2010	9/30/2011	Pro forma 2011	Jahr 1 2012	Jahr 2 2013	Jahr 3 2014	Jahr 4 2015	Jahr 5 2016	Jahr 6 2017	Jahr 7 2018	Jahr 8 2019	Jahr 9 2020	Jahr 10 2021
Umsatz	12.500,0 €	13.800,0 €	13.700,0 €	11.240,0 €	14.500,0 €	14.955,0 €	15.383,1 €	15.844,5 €	16.319,9 €	16.809,5 €	17.313,8 €	17.833,2 €	18.368,2 €	18.919,2 €	19.486,8 €
% Wachstum	NA	10,4 %	(0,7 %)	NA	5,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Rohertrag	4.500,0 €	5.300,0 €	5.350,0 €	4.340,0 €	5.800,0 €	5.824,7 €	5.922,5 €	6.100,1 €	6.201,6 €	6.387,6 €	6.579,2 €	6.776,6 €	6.979,9 €	7.189,3 €	7.405,0 €
% Umsatz	36,0 %	38,4 %	39,1 %	38,6 %	40,0 %	39,0 %	38,5 %	38,5 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %
EBITDA	1.250,0 €	1.820,0 €	1.910,0 €	1.540,0 €	2.175,0 €	2.090,9 €	1.999,8 €	2.059,8 €	2.040,0 €	2.017,1 €	2.077,7 €	2.140,0 €	2.204,2 €	2.270,3 €	2.338,4 €
% vom Umsatz	10,0 %	13,2 %	13,9 %	13,7 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Investitionen	200,0 €	250,0 €	110,0 €	240,0 €	350,0 €	298,7 €	307,7 €	316,9 €	326,4 €	336,2 €	346,3 €	356,7 €	367,4 €	378,4 €	389,7 €
% vom Umsatz	1,6 %	1,8 %	0,8 %	2,1 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Zinsaufwand					477,7 €	439,6 €	382,4 €	329,8 €	272,3 €	209,2 €	139,1 €	102,7 €	102,7 €	102,7 €	102,7 €
Free Cashflow															
EBITDA					2.090,9 €	1.999,8 €	2.059,8 €	2.040,0 €	2.040,0 €	2.017,1 €	2.077,7 €	2.140,0 €	2.204,2 €	2.270,3 €	2.338,4 €
Less: Cash Interest Expense					-439,6 €	-382,4 €	-329,8 €	-272,3 €	-272,3 €	-209,2 €	-139,1 €	-102,7 €	-102,7 €	-102,7 €	-102,7 €
Plus: Zinsertrag					-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Less: Ertragsteuern					-403,1 €	-390,2 €	-421,2 €	-429,7 €	-429,7 €	-438,8 €	-477,1 €	-504,0 €	-523,1 €	-539,6 €	-556,6 €
Less: Investitionen					-298,7 €	-307,7 €	-316,9 €	-326,4 €	-326,4 €	-336,2 €	-346,3 €	-356,7 €	-367,4 €	-378,4 €	-389,7 €
Less: Zunahme des Netto-Working Capitals					94,1 €	-51,6 €	-46,7 €	-54,9 €	-54,9 €	-49,8 €	-51,3 €	-52,8 €	-54,4 €	-56,0 €	-57,7 €
Free Cashflow					1.043,6 €	868,0 €	945,1 €	956,7 €	956,7 €	983,2 €	1.064,0 €	1.123,8 €	1.156,7 €	1.193,7 €	1.231,7 €
Kumulativer Free Cash ow					1.043,6 €	1.911,6 €	2.856,7 €	3.813,4 €	3.813,4 €	4.796,6 €	5.860,5 €	6.984,4 €	8.141,1 €	9.334,8 €	10.566,5 €

Transaktionsüberblick

Finanzierungsquellen		Finanzmittelverwendung					Return Analysis	
Betrag	in % von Gesamt	EBITDA-Multiplikator 9/30/2011	kumuliert	Pricing	Betrag	in % von Gesamt	Exit Year	2016
KK-Kredit	-	-	-	L+325 bps	Kaufpreis Muster GmbH	9.240,0 €	96,5 %	2016
Senior Kredit A	2.000,0 €	20,9 %	1,3 x	L+275 bps	Rückzahlung exist. Verbintl.	300,0 €	3,1 %	6,0 x
Senior Kredit B	4.000,0 €	41,8 %	2,6 x	3,9x L+350 bps	Finanzierungsgebühren	20,0 €	0,2 %	5,0 x
Nachrangdarlehen	0,0 €	-	-	-	Sonstige Gebühren	15,0 €	0,2 %	11 %
Eigenkapitalanteil	9.575,0 €	100,0 %	6,2 x	6,2 x				1,7 x
Cash on Hand	0,0 €	-	-	6,2 x				
Gesamt Herkunft	9.575,0 €	100,0 %	6,2 x	6,2 x	GesamtVerwendung	9.575,0 €	100,0 %	

Zusammenfassende Finanzdaten

	Historie		Planungszeitraum											
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatz	12.500,0 €	13.800,0 €	13.700,0 €	14.500,0 €	14.935,0 €	15.383,1 €	15.844,5 €	16.319,9 €	16.809,5 €	17.313,8 €	17.833,2 €	18.368,2 €	18.919,2 €	19.486,8 €
% Wachstum	NA	10,4 %	(0,7 %)	NA	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Rohertrag	4.500,0 €	5.300,0 €	5.350,0 €	5.800,0 €	5.824,7 €	5.922,5 €	6.100,1 €	6.201,6 €	6.387,6 €	6.579,2 €	6.776,6 €	6.979,9 €	7.189,3 €	7.405,0 €
% Umsatz	36,0 %	38,4 %	39,1 %	40,0 %	39,0 %	38,5 %	38,5 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %
EBITDA	1.250,0 €	1.820,0 €	1.910,0 €	2.175,0 €	2.090,9 €	1.999,8 €	2.059,8 €	2.040,0 €	2.017,1 €	2.077,7 €	2.140,0 €	2.204,2 €	2.270,3 €	2.338,4 €
% vom Umsatz	10,0 %	13,2 %	13,9 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Investitionen	200,0 €	250,0 €	110,0 €	350,0 €	298,7 €	307,7 €	316,9 €	326,4 €	336,2 €	346,3 €	356,7 €	367,4 €	378,4 €	389,7 €
% vom Umsatz	1,6 %	1,8 %	0,8 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Zinsaufwand				2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €
Free Cashflow														
EBITDA				2.090,9 €	1.999,8 €	1.999,8 €	2.059,8 €	2.040,0 €	2.017,1 €	2.077,7 €	2.140,0 €	2.204,2 €	2.270,3 €	2.338,4 €
Less: Cash Interest Expense				-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €
Plus: Zinsertrag				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Less: Ertragsteuern				-536,1 €	-506,1 €	-506,1 €	-521,3 €	-512,5 €	-502,7 €	-517,8 €	-533,9 €	-549,9 €	-566,4 €	-583,5 €
Less: Investitionen				-298,7 €	-307,7 €	-307,7 €	-316,9 €	-326,4 €	-336,2 €	-346,3 €	-356,7 €	-367,4 €	-378,4 €	-389,7 €
Less: Zunahme des Netto-Working Capitals				94,1 €	-51,6 €	-46,7 €	-54,9 €	-54,9 €	-49,8 €	-51,3 €	-52,8 €	-54,4 €	-56,0 €	-57,7 €
Free Cashflow				1.347,5 €	1.131,8 €	1.172,2 €	1.143,5 €	1.125,8 €	1.159,6 €	1.194,0 €	1.229,9 €	1.266,8 €	1.304,9 €	
Kumulativer Free Cashflow				1.347,5 €	2.479,3 €	3.651,6 €	4.795,1 €	5.920,9 €	7.080,5 €	8.274,5 €	9.504,4 €	10.771,2 €	12.076,0 €	

Um auf den gleichen Return zu kommen, bei einem All-Equity Deal muss der Einkauf statt 6,0x EBITDA folgende Daten aufweisen
MUSTER-GMBH – LEVERAGED BUY-OUT ANALYSE – BEISPIEL 3 FINANZIERUNG MIT 100% EIGENKAPITAL UND ERWÜNSCHTEN IRR WIE IN BEISPIEL 1
 (in Millionen, Geschäftsjahr endend am 31.12.)

Finanzstruktur
 Operating Scenario: Structure 4
 Base

Transaktionsüberblick

Finanzierungsquellen				Finanzmittelverwendung				Return Analysis			
Betrag	in % von Gesamt	EBITDA-Multiplikator 9/30/2011	kumuliert	Pricing	Betrag	in % von Gesamt	Exit Year	Entry Multiple	Exit Multiple	IRR	Cash Return
KK-Kredit	-	- %	- x	L+325 bps	Kaufpreis Muster GmbH	4.774,0 €	93,4 %	2016	3,1 x	26 %	3,2 x
Senior Kredit A	2.000,0 €	20,9 %	1,3 x	L+275 bps	Rückzahlung exist. Verbindl.	300,0 €	5,9 %	5,0 x			
Senior Kredit B	4.000,0 €	41,8 %	2,6 x	L+350 bps	Finanzierungsgebühren	20,0 €	0,4 %				
Nachrangdarlehen	0,0 €	- %	- x	10,0 %	Sonstige Gebühren	15,0 €	0,3 %				
Eigenkapitalanteil	5.109,0 €	100,0 %	3,3 x	3,3 x							
Cash on Hand	0,0 €	- %	- x	3,3 x							
Gesamt Herkunft	5.109,0 €	100,0 %	3,3 x	3,3 x	Gesamt Verwendung	5.109,0 €	100,0 %				

Zusammenfassende Finanzdaten

	Planungszeitraum													
	Historie		Planungszeitraum											
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatz	12.500,0 €	13.800,0 €	13.700,0 €	14.500,0 €	14.955,0 €	15.383,1 €	15.844,5 €	16.319,9 €	16.809,5 €	17.313,8 €	17.833,2 €	18.368,2 €	18.919,2 €	19.486,8 €
% Wachstum	NA	10,4 %	(0,7 %)	NA	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Rohertrag	4.500,0 €	5.300,0 €	5.350,0 €	5.800,0 €	5.824,7 €	5.922,5 €	6.100,1 €	6.201,6 €	6.387,6 €	6.579,2 €	6.776,6 €	6.979,9 €	7.189,3 €	7.405,0 €
% Umsatz	36,0 %	38,4 %	39,1 %	40,0 %	39,0 %	38,5 %	38,5 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %	38,0 %
EBITDA	1.250,0 €	1.820,0 €	1.910,0 €	2.175,0 €	2.090,9 €	1.999,8 €	2.059,8 €	2.040,0 €	2.017,1 €	2.077,7 €	2.140,0 €	2.204,2 €	2.270,3 €	2.338,4 €
% vom Umsatz	10,0 %	13,2 %	13,9 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Investitionen	200,0 €	250,0 €	110,0 €	350,0 €	298,7 €	307,7 €	316,9 €	326,4 €	336,2 €	346,3 €	356,7 €	367,4 €	378,4 €	389,7 €
% vom Umsatz	1,6 %	1,8 %	0,8 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Zinsaufwand				2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €	2,7 €
Free Cashflow														
EBITDA				2.090,9 €	1.999,8 €	1.999,8 €	2.059,8 €	2.040,0 €	2.017,1 €	2.077,7 €	2.140,0 €	2.204,2 €	2.270,3 €	2.338,4 €
Less: Cash Interest Expense				-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €	-2,7 €
Plus: Zinsertrag				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Less: Ertragsteuern				-536,1 €	-506,1 €	-506,1 €	-521,3 €	-512,5 €	-502,7 €	-517,8 €	-533,9 €	-549,9 €	-566,4 €	-583,5 €
Less: Investitionen				-298,7 €	-307,7 €	-307,7 €	-316,9 €	-326,4 €	-336,2 €	-346,3 €	-356,7 €	-367,4 €	-378,4 €	-389,7 €
Less: Zunahme des Netto-Working Capitals				94,1 €	-51,6 €	-46,7 €	-54,9 €	-54,9 €	-49,8 €	-51,3 €	-52,8 €	-54,4 €	-56,0 €	-57,7 €
Free Cashflow				1.347,5 €	1.131,8 €	1.172,2 €	1.143,5 €	1.125,8 €	1.159,6 €	1.194,0 €	1.229,9 €	1.266,8 €	1.304,9 €	
Kumulativer Free Cash ow				1.347,5 €	2.479,3 €	3.651,6 €	4.795,1 €	5.920,9 €	7.080,5 €	8.274,5 €	9.504,4 €	10.771,2 €	12.076,0 €	

V
 V
 V

BEISPIEL 1 FINANZIERUNG MIT RD. 27% EK
(in Millionen, Geschäftsjahr endend am 31.12.)

IRR-Analyse											
Planungszeitraum											
	Pro forma 2011	Jahr 1 2012	Jahr 2 2013	Jahr 3 2014	Jahr 4 2015	Jahr 5 2016	Jahr 6 2017	Jahr 7 2018	Jahr 8 2019	Jahr 9 2020	Jahr 10 2021
Entry EBITDA Multiple			6,0 x								
Initial Equity Investment	2.550,0 € €										
EBITDA		2.090,9 € €	1.999,8 € €	2.059,8 € €	2.040,0 € €	2.017,1 € €	2.077,7 € €	2.140,0 € €	2.204,2 € €	2.270,3 € €	2.338,4 € €
Exit EBITDA Multiple			5,0 x								
Enterprise Value at Exit		10.454,5 € €	9.999,0 € €	10.299,0 € €	10.199,9 € €	10.085,7 € €	10.388,3 € €	10.699,9 € €	11.020,9 € €	11.351,5 € €	11.692,1 € €
<i>abzgl. Kredite</i>											
KK-Kredit		0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Seniorkredit A		721,4 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Seniorkredit B		3.960,0 € €	3.813,4 € €	2.868,3 € €	1.911,6 € €	928,4 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Nachrangdarlehen		1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €	1.000,0 € €
Gesamtfremdkapital		5.681,4 € €	4.813,4 € €	3.868,3 € €	2.911,6 € €	1.928,4 € €	1.000,0 € €				
abzgl. Liquide Mitte		0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	135,5 € €	1.259,4 € €	2.416,1 € €	3.609,8 € €	4.841,5 € €
Netto Finanzverbindlichkeiten		5.681,4 € €	4.813,4 € €	3.868,3 € €	2.911,6 € €	1.928,4 € €	864,5 € €	-259,4 € €	-1.416,1 € €	-2.609,8 € €	-3.841,5 € €
Equity Value zum Exit-Zeitpunkt		4.773,1 € €	5.185,5 € €	6.430,7 € €	7.288,3 € €	8.157,3 € €	9.523,8 € €	10.959,3 € €	12.437,0 € €	13.961,3 € €	15.533,5 € €
Cash Return		1,9 x	2,0 x	2,5 x	2,9 x	3,2 x	3,7 x	4,3 x	4,9 x	5,5 x	6,1 x
Initial Equity Investment		-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €	-2.550,0 € €
Equity Proceeds		4.773,1 € €	5.185,5 € €	6.430,7 € €	7.288,3 € €	8.157,3 € €	9.523,8 € €	10.959,3 € €	12.437,0 € €	13.961,3 € €	15.533,5 € €
IRR		87,2 %	42,6 %	36,1 %	30,0 %	26,2 %	24,6 %	23,2 %	21,9 %	20,8 %	19,8 %

BEISPIEL 2 FINANZIERUNG MIT 100 % EIGENKAPITAL UND ENTRY EBITDA-MULTIPLE 6,0x
(in Millionen, Geschäftsjahr endend am 31.12.)

Returns Analysis											
Planungszeitraum											
	Pro forma 2011	Jahr 1 2012	Jahr 2 2013	Jahr 3 2014	Jahr 4 2015	Jahr 5 2016	Jahr 6 2017	Jahr 7 2018	Jahr 8 2019	Jahr 9 2020	Jahr 10 2021
Entry EBITDA Multiple											
Initial Equity Investment	9.575,0 € €										
EBITDA	2.090,9 € €	1.999,8 € €	2.059,8 € €	2.040,0 € €	2.017,1 € €	2.077,7 € €	2.140,0 € €	2.204,2 € €	2.270,3 € €	2.338,4 € €	
Exit EBITDA Multiple											
Enterprise Value at Exit	10.454,5 € €	9.999,0 € €	10.299,0 € €	10.199,9 € €	10.085,7 € €	10.388,3 € €	10.699,9 € €	11.020,9 € €	11.351,5 € €	11.692,1 € €	
<i>abzgl. Kredite</i>											
KK-Kredit	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Seniorcredit A	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Seniorcredit B	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Nachrangdarlehen	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Gesamtfremdkapital	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €								
abzgl. Liquide Mitte	1.647,5 € €	2.779,3 € €	3.951,6 € €	5.095,1 € €	6.220,9 € €	7.380,5 € €	8.574,5 € €	9.804,4 € €	11.071,2 € €	12.376,0 € €	
Netto Finanzverbindlichkeiten	-1.647,5 € €	-2.779,3 € €	-3.951,6 € €	-5.095,1 € €	-6.220,9 € €	-7.380,5 € €	-8.574,5 € €	-9.804,4 € €	-11.071,2 € €	-12.376,0 € €	
Equity Value zum Exit-Zeitpunkt	12.102,0 € €	12.778,3 € €	14.250,5 € €	15.295,0 € €	16.306,6 € €	17.768,7 € €	19.274,4 € €	20.825,2 € €	22.422,7 € €	24.068,1 € €	
Cash Return											
	1,3 x	1,3 x	1,5 x	1,6 x	1,7 x	1,9 x	2,0 x	2,2 x	2,3 x	2,5 x	
Jahr 1 2012											
Jahr 2 2013											
Jahr 3 2014											
Jahr 4 2015											
Jahr 5 2016											
Jahr 6 2017											
Jahr 7 2018											
Jahr 8 2019											
Jahr 9 2020											
Jahr 10 2021											
Initial Equity Investment	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €	-9.575,0 € €
Equity Proceeds	12.102,0 € €										
		12.778,3 € €									
			14.250,5 € €								
				15.295,0 € €							
					16.306,6 € €						
						17.768,7 € €					
							19.274,4 € €				
								20.825,2 € €			
									22.422,7 € €		
										24.068,1 € €	
IRR	26,4 %	15,5 %	14,2 %	12,4 %	11,2 %	10,9 %	10,5 %	10,2 %	9,9 %	9,7 %	

BEISPIEL 3 FINANZIERUNG MIT 100 % EIGENKAPITAL UND ERWÜNSCHTEN IRR WIE IN BEISPIEL 1
(in Millionen, Geschäftsjahr endend am 31.12.)

Returns Analysis	Planungszeitraum										
	Pro forma 2011	Jahr 1 2012	Jahr 2 2013	Jahr 3 2014	Jahr 4 2015	Jahr 5 2016	Jahr 6 2017	Jahr 7 2018	Jahr 8 2019	Jahr 9 2020	Jahr 10 2021
Entry EBITDA Multiple											
Initial Equity Investment	5.109,0 € €										
EBITDA		2.090,9 € €	1.999,8 € €	2.059,8 € €	2.040,0 € €	2.017,1 € €	2.077,7 € €	2.140,0 € €	2.204,2 € €	2.270,3 € €	2.338,4 € €
Exit EBITDA Multiple											
Enterprise Value at Exit		10.454,5 € €	9.999,0 € €	10.299,0 € €	10.199,9 € €	10.085,7 € €	10.388,3 € €	10.699,9 € €	11.020,9 € €	11.351,5 € €	11.692,1 € €
<i>abzgl. Kredite</i>											
KK-Kredit		0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Seniorkredit A		0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Seniorkredit B		0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Nachrangdarlehen		0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €	0,0 € €
Gesamtfremdkapital		0,0 € €	0,0 € €								
abzgl. Liquide Mitte		1.647,5 € €	2.779,3 € €	3.951,6 € €	5.095,1 € €	6.220,9 € €	7.380,5 € €	8.574,5 € €	9.804,4 € €	11.071,2 € €	12.376,0 € €
Netto Finanzverbindlichkeiten		-1.647,5 € €	-2.779,3 € €	-3.951,6 € €	-5.095,1 € €	-6.220,9 € €	-7.380,5 € €	-8.574,5 € €	-9.804,4 € €	-11.071,2 € €	-12.376,0 € €
Equity Value zum Exit-Zeitpunkt		12.102,0 € €	12.778,3 € €	14.250,5 € €	15.295,0 € €	16.306,6 € €	17.768,7 € €	19.274,4 € €	20.825,2 € €	22.422,7 € €	24.068,1 € €
Cash Return		2,4 x	2,5 x	2,8 x	3,0 x	3,2 x	3,5 x	3,8 x	4,1 x	4,4 x	4,7 x
Initial Equity Investment		-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €	-5.109,0 € €
Equity Proceeds		12.102,0 € €	12.778,3 € €	14.250,5 € €	15.295,0 € €	16.306,6 € €	17.768,7 € €	19.274,4 € €	20.825,2 € €	22.422,7 € €	24.068,1 € €
IRR		136,9 %	58,1 %	40,8 %	31,5 %	26,1 %	23,1 %	20,9 %	19,2 %	17,9 %	16,8 %