

Die Suche nach dem „wahren“ EBITDA

Deutsche Investorenkonferenz 13. Mai 2020

Armand v. Alberti

Ebner Stolz Transaction Advisory Services

Welches EBITDA wird gesucht / gebraucht?

**WAHRNEHMUNG IN DER PRESSE UND BEI
MARKTTEILNEHMERN**

„Diese EBITDA Darstellung ist nicht seriös“

„Zu den Top Ten der Möglichkeiten, mit denen der Anlageschutz von Investoren aufgegeben wird, zählen laut Moody's "aggressive EBITDA-Add-backs", also der Einsatz schöngerechneter EBITDAs“

„Um fast alles bereinigt“

„Zu viel Kreativität“

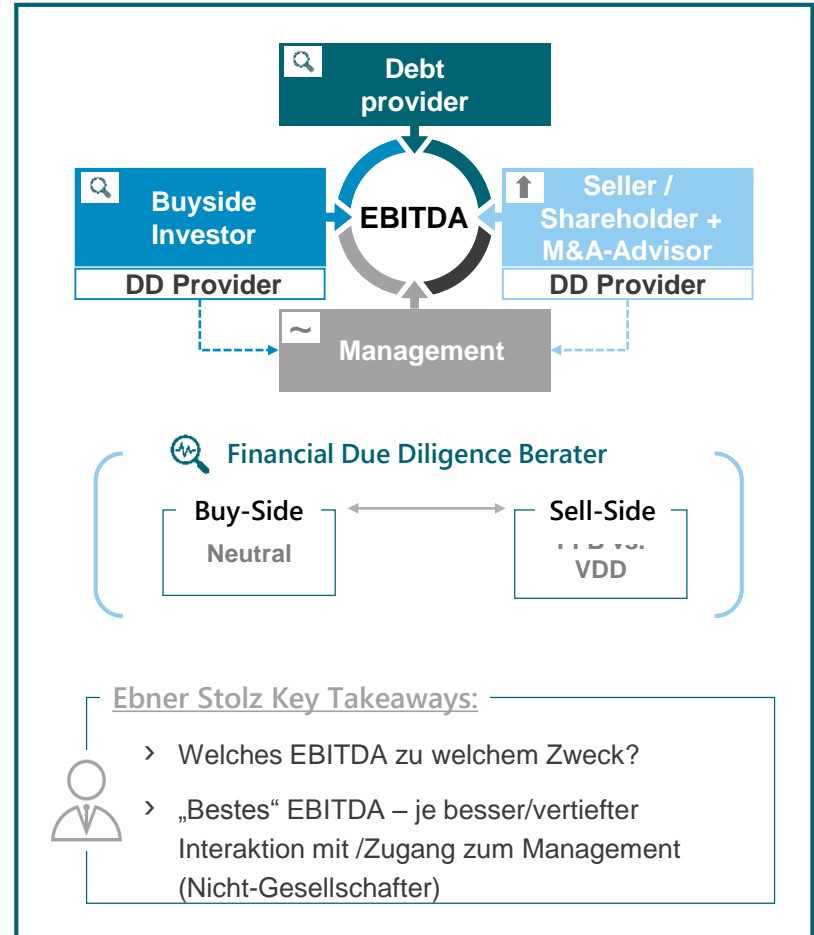
„EBITDA Bereinigungen sind größtenteils an den Haaren herbeigezogen“

„EBITDA – Earnings Before I Tricked The Dumb Auditors“



EBITDA in der Praxis







INTERESSENKONFLIKT DER MARKTTEILNEHMER



Einführung in die Welt der Adjustments und deren Einstufung anhand einzelner Beispiele

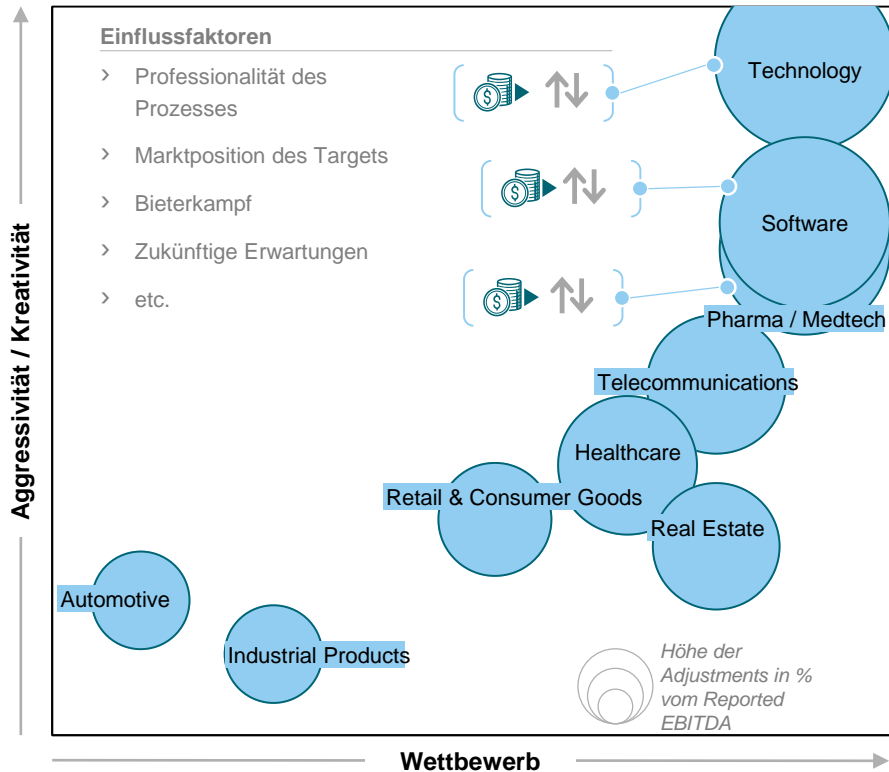
Einstufung	Management Adjustments	Accounting Adjustments	Pro-forma Adjustments	Run-rate Adjustments
 Standard	<ul style="list-style-type: none"> › Nicht-widerkehrende Effekte (z.B. Verkauf nbV) › Management-Gehälter über Marktstandard 	<ul style="list-style-type: none"> › Periodenfremde Effekte (Auflösung Rst/EWB) › Anpassung Bewertungsmethode (z.B. IFRS 16) 	<ul style="list-style-type: none"> › Like-for-Like Bereinigungen (Bsp. realisierte Transaktionen) für Vergleichbarkeit der GJ › Carve-out/stand-alone 	<ul style="list-style-type: none"> › Verlust eines Großkunden › Wegfall eines Geschäftsbereichs
 Kreativ	<ul style="list-style-type: none"> › Operative Sachverhalte (Bsp. entgangener Umsatz, Überkapazitäten, Konventionalstrafen etc.) 		<ul style="list-style-type: none"> › Geplante Transaktionen › Steuererleichterungen aufgrund von Geschäftsmodell 	<ul style="list-style-type: none"> › Annahme höherer Auslastung, obwohl Investition erst kürzlich getätigt und ramp-up erst in Zukunft › Unrealisierte operative Einsparungen

 Education <ul style="list-style-type: none"> › Steuermodell <p><i>Erhöhung des EBITDAs um die fiktive Steuerlast nicht befreiter Unternehmen.</i></p>	 Retail <ul style="list-style-type: none"> › Einkaufskonditionen <p><i>Vertraglich zugesicherte Einsparungen im Einkauf, welche sich erst in Zukunft materialisieren.</i></p>	 Software <ul style="list-style-type: none"> › Umsatzrealisierung <p><i>Fiktive Anpassung der Umsatzrealisierung und damit Abweichung von geprüften Zahlen (SaaS vs. Lizenzmodell Perspektive).</i></p>	 Healthcare <ul style="list-style-type: none"> › Ramp-up und Add-ons <p><i>Run-Rate adj. neuer Standorte im aktuellen EBITDA unter Annahme der zukünftigen Vollausslastung.</i></p>
--	---	---	---

Ebner Stolz Key Takeaways:

- › Der Kreativität sind scheinbar keine Grenzen gesetzt. Käufer müssen „vorgelegte“ Adjustments kritisch prüfen.
- › Abwägung, ob Bereinigungen realistisch sind, sodass Verkauf nicht negativ behaftet ist

Höhe EBITDA-Adjustments nach Industrien auf Basis von Ebner Stolz Erfahrungswerten



Treiber nach Industrien

- > Höhe der Bereinigungen geprägt durch Geschäftsmodell und zukünftige Gewinnerwartungen
- > Geld im Markt und Wettbewerb unter Bietern führt zu Verkäufermarkt (auch industrieabhängig)
- > Grundsätzlich zwei Treiber bei Bewertung: EBITDA und Multiple - Werteffekt aus Multiple-Arbitrage zukünftig geringer; EBITDA somit Bewertungstreiber

Ebner Stolz Key Takeaways:



- > Höhe / Aggressivität der Adjustments tendenziell abhängig von Industrie und Marktgängigkeit
- > Aber pauschale Aussage zu Höhe der Bereinigungen nach Industrien nicht möglich -> diverse Einflussfaktoren
- > Multiple Arbitrage löst sich zunehmend auf, deshalb noch mehr Fokus auf das EBITDA / die Bereinigungen

Welchen Einfluss hat Corona auf das nachhaltige EBITDA bzw. die Due Diligence?

Was ist eine geeignete Bewertungsgrundlage für Laufende Transaktionen?

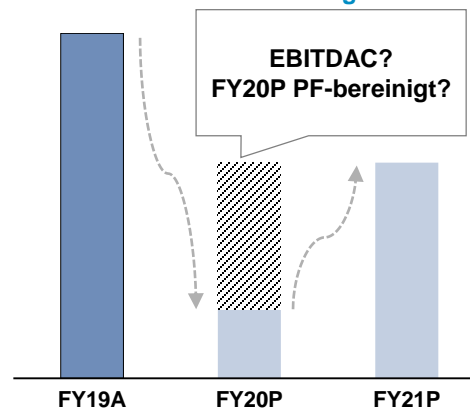
Laufende Transaktionen

Wie reagiert der Markt?

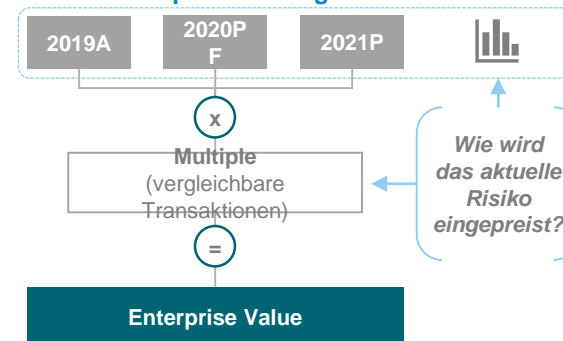
- > Nachverhandlungen beim Kaufpreis
- > Akquisitionsfinanzierung instabil
- > All-Equity Finanzierungen erforderlich
- > Verkäuferdarlehen
- > Prozesse on hold bzw. gepulled
- > Rücktritt nach Signing

Enterprise Value zu EBITDA Bewertung

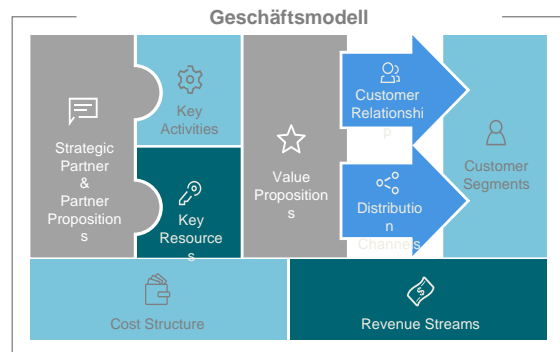
Aktuelle EBITDA Entwicklungen



EBITDA als operatives Ergebnis



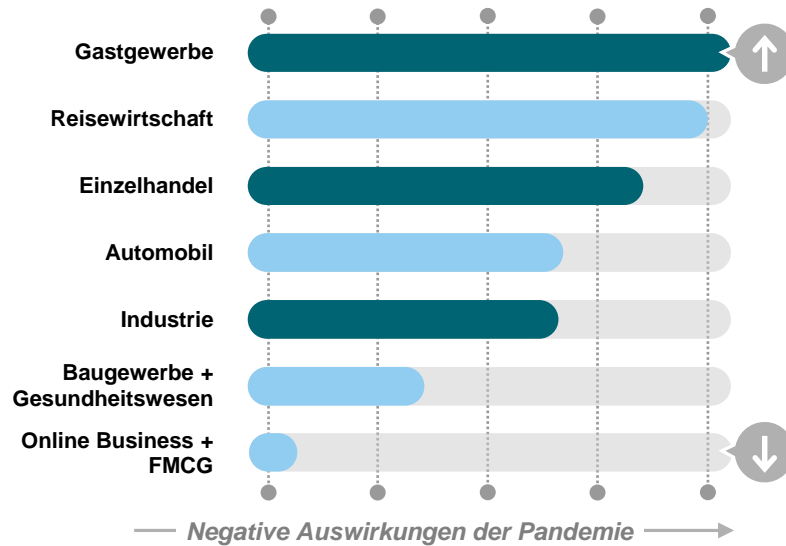
Auswirkung des exogenen Schocks auf das Geschäftsmodell und die Due Diligence



Ebner Stolz Key Takeaways:

- > Herausforderung Bestimmung bewertungsrelevantes EBITDA
- > Auf Ebene der Due Diligence entstehen neue/alte Fragestellungen
- > Geschäftsmodelle und Branchentrends noch mehr im Fokus

Spürbarkeit der Corona-Krise nach Branche



Auswirkungen auf Liquidität und Profitabilität



1 Besonders gefährdet:

Branchen mit globalen Lieferketten sowie Branchen, die besonders von physischen Entfernungsbeschränkungen betroffen sind

2 Weniger betroffen:

Digitale Geschäftsmodelle, staatliche Infrastruktur etc.

Gewinner:

Große Infrastrukturprojekte, Nischenanbieter Gesundheitswesen (Hersteller Gesichtsmasken, Desinfektionsmitteln etc.) sowie generell der Online-Handel

Ebner Stolz Key Takeaways:



- > Auswirkungen auf Geschäftsmodell bzw. Corona induzierte Veränderungen müssen insbesondere durch CDD und FDD beleuchtet werden

Die Suche nach dem „wahren“ EBITDA