



Rabobank

Strength + Support = Structure

Financiering van overnames

12 oktober 2010

Tanja Jungen en Martin Kortstee

Rabobank International

Inhoud

Introductie

Deel 1

Waarderingsaspecten

Deel 2

Essentie overnamefinancieringen

Deel 3

Ervaringen

Deel 4

Vragen/discussie

Deel 5

Case study: Smuller B.V.

Deel 6



Rabobank

Deel 1

Introductie

Corporate Finance binnen Rabobank

Corporate Finance Regioteams focust zich met name op de mid market

Financieren	Corporate Finance Regioteams	<i>Leveraged finance + herkapitalisaties EUR 3-75 mln</i>
	Leveraged Finance	<i>Leveraged finance > EUR 75 mln met private equity</i>
	Corporate Debt Structuring	<i>Herkapitalisaties > EUR 75 mln zonder private equity</i>
Participeren	Rabo Private Equity	<i>Aandelenbelang > EUR 1,0 mln</i>
Adviseren	Rembrandt Fusies & Overnames	<i>M&A consultancy MKB en Grootbedrijf</i>
	Rabo Securities	<i>M&A consultancy Large Corporates</i>

Corporate Finance Regioteams

Belangrijke speler in de leveraged finance mid market

- Een nationaal team van 13 adviseurs met lokale aanwezigheid en know how. Vestigingsplaatsen Amsterdam, Utrecht, Rotterdam, Eindhoven en Arnhem
- CFR staat binnen RI CCN opgesteld als expertisecentrum voor overnamefinancieringen. Tevens kenniscenter voor inpassing Go-faciliteit en vermogensversterkinglening
- De focus: financiering van investeringen in de aandeelhouderssfeer zowel voor participatiemaatschappijen als niet participatiemaatschappijen
- Transactiewaardes tussen de EUR 5-125 mln. Grotere transacties worden vaak in samenwerking met andere banken gedaan (club deals)
- CFR heeft afgelopen jaren een enorme groei doorgemaakt met een piek van 69 transacties in 2008. In 2009 daalde het aantal transacties naar 39 waarmee het activiteitsniveau zich ontwikkelde in lijn met de markt. Rabobank bleef open voor business tijdens de kredietcrisis.
- De transacties worden uitgevoerd samen met de lokale bank en het regioteam.
- Totaalrelatie in plaats van sec transactie!

Corporate Finance Regioteams

Productportfolio





Rabobank

Deel 2

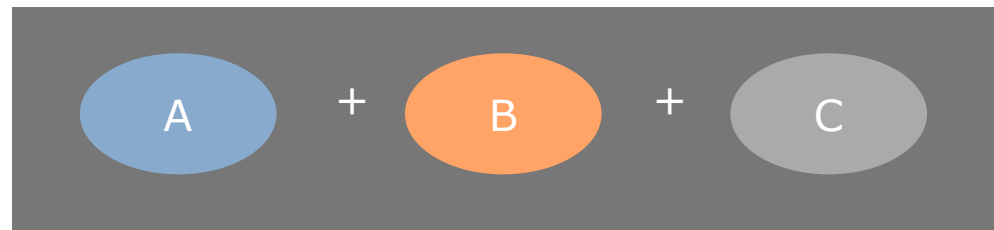
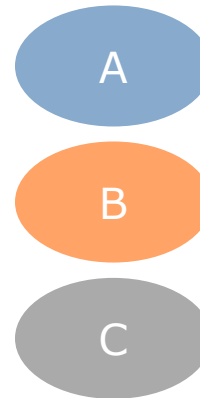
Waarderingsaspecten

Waardebepaling en prijs

	Methode	Voordeel	Nadeel
Intrinsiek	Waarderen activa en passiva tegen actuele waarde	Eenvoud	* Momentopname * Zegt niets over rentabiliteit * Historie
Rentabiliteit	Gewogen genormaliseerde winst contant gemaakt tegen de rentabiliteitseis EV	Eenvoud	* Winst is een opinie
DCF	Contante waarde van de toekomstige vrije kasstromen	Theoretisch juist	* Complex * Restwaarde

Alternatieve prijsbepaling? (ABC methode)

- Hoeveel kan de koper inbrengen
- Hoeveel wil de bank financieren
- Hoeveel is de verkoper bereid achter te laten





Rabobank

Deel 3

Essentie overnamefinancieringen



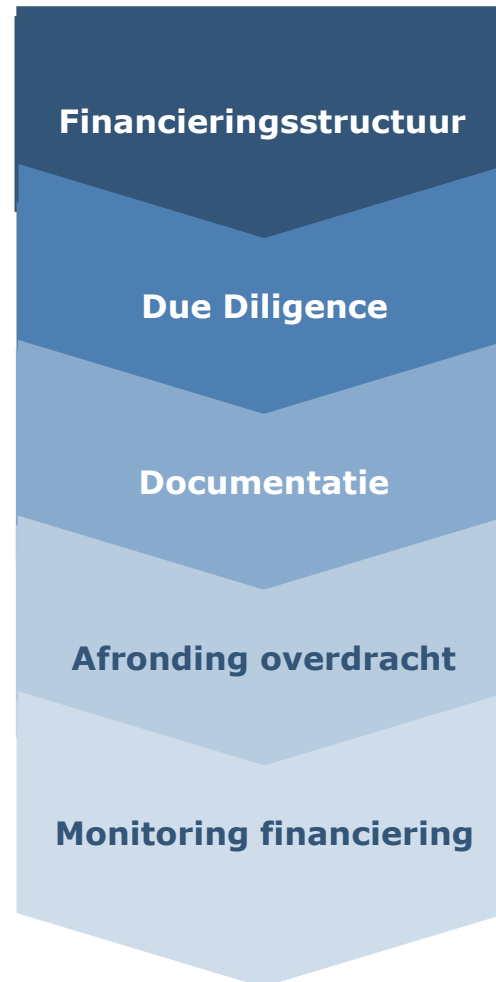
Overnameproces

Route koper versus route bank



Overnamefinancieringen

Stappenplan bank



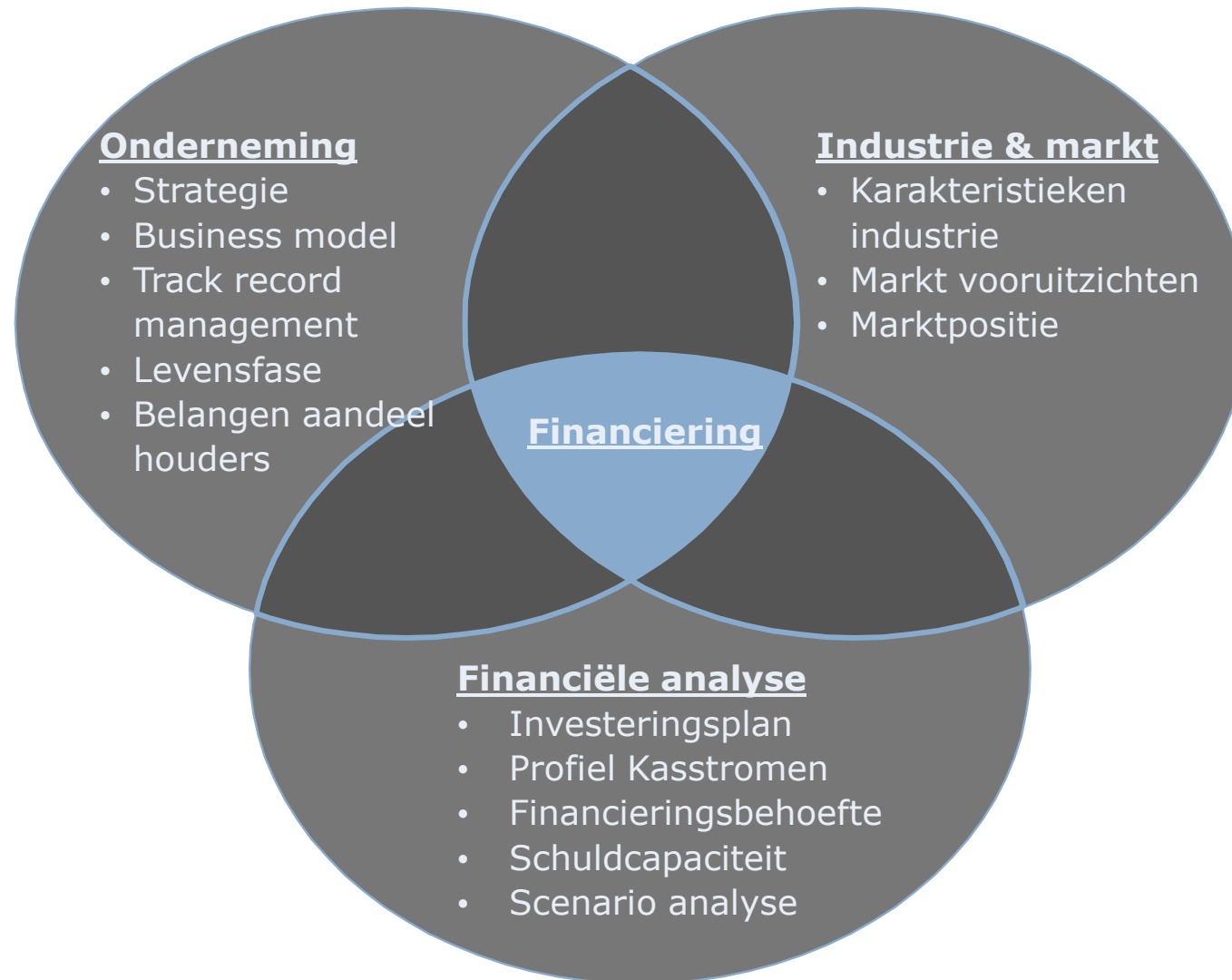
Stap 1: Financieringsstructuur

- Overname financiering ≠ financiering bedrijfsactiviteiten

- Kern
 - goodwill financiering/blanco holding financiering
 - zware financieringslasten
 - afhankelijkheid (nieuw) management
 - veelal groeiscenario
 - geen of beperkte zekerheden (art. 207 C)
 - specifieke transactierisico's
 - kwaliteit financiële organisatie

Maatwerk financiering

Aandachtspunten en analyse



Overwegingen bij financieringsbeslissing

- Activiteiten en strategie
- Risico houding / perceptie
- Karakteristieken sector
- Marktpositie
 - *Portermodel*
 - *Concurrentiepositie van de onderneming*
 - *Marktontwikkelingen*
- Conjunctuurgevoeligheid
- Kwaliteit Management Informatie Systeem
- Track record management
- Transactiestructuur (aandeelhoudersbelangen, leverage, looptijd en structurering)
- Stabiliteit kasstromen (EBITDA, werkkapitaal, investeringen, belastingen en overige)
- Toekomstgericht (projecties zowel Management case als Downside case)
- Zekerheden

Kenmerken MBO versus MBI

- MBO management kent de onderneming en haar cultuur
- MBO management weet beter waar het zijn/haar geld in stopt
- MBO management weet beter of bedrijf niet op haar toppunt wordt verkocht
- Participatiemaatschappijen hebben voorkeur voor combinatie met zittend management, welke mee investeert
- Wijziging van management na overname brengt extra risico met zich mee
- Bij MBI is eigen inbreng vaak beperkt
- MBI kent veelal een afhankelijkheid verkopende partij en/of derden financiers

Transactievormen

Activa / Passiva transactie

Koper

- minder risico
- complexer
- hogere kosten
- goodwill fiscaal aftrekbaar

Financier

- debiteur = werkmaatschappij
- geen 207C beperking
- dekking zekerheden

Aandelentransactie

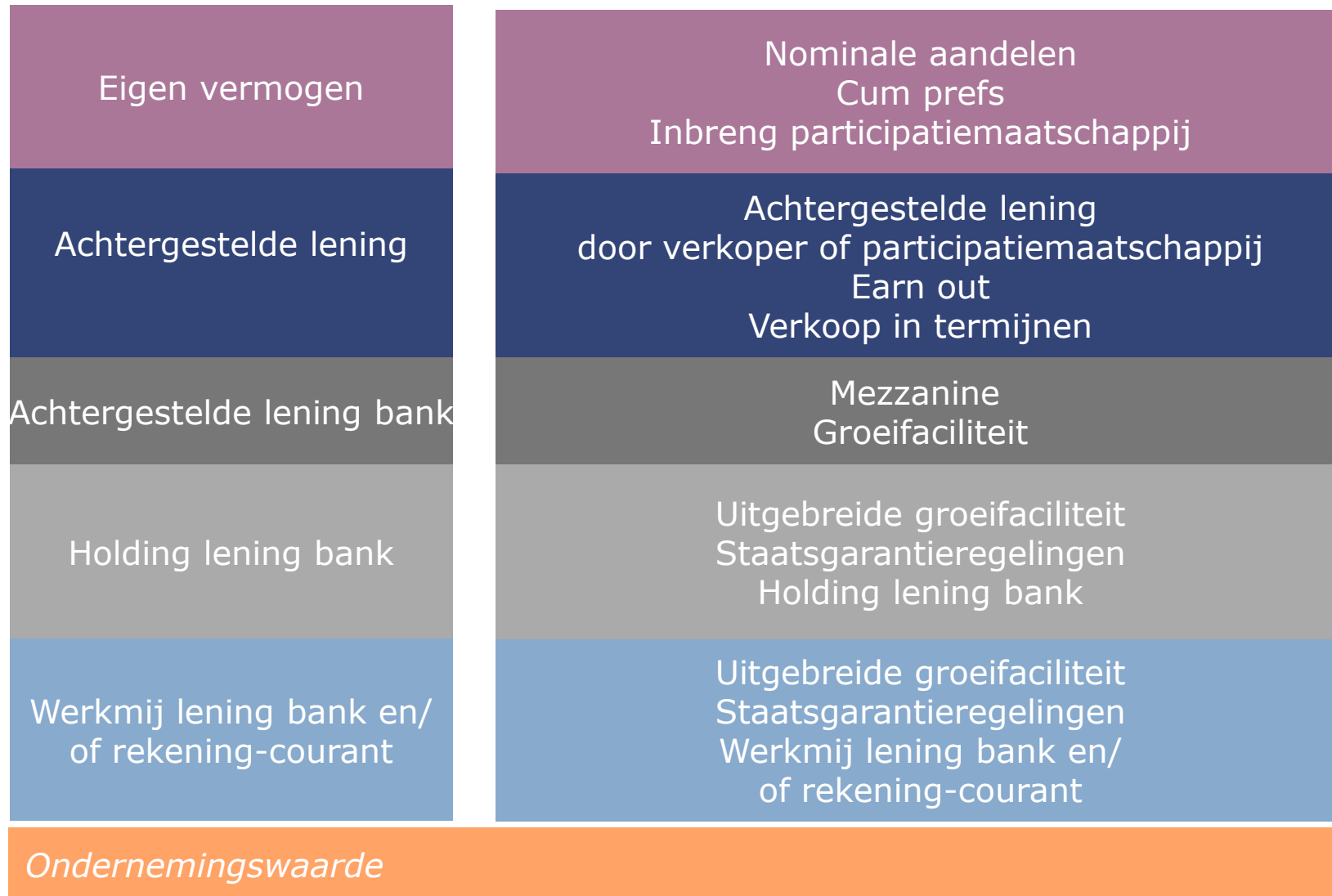
Koper

- balansgarantie noodzakelijk
- eenvoudiger
- lagere kosten
- goodwill niet fiscaal aftrekbaar
- garanties

Financier

- debiteur = koopholding
- wel 207 C beperking

Verschillende financieringsvormen



Artikel 207C: kapitaalbeschermingsrecht

Lid 1

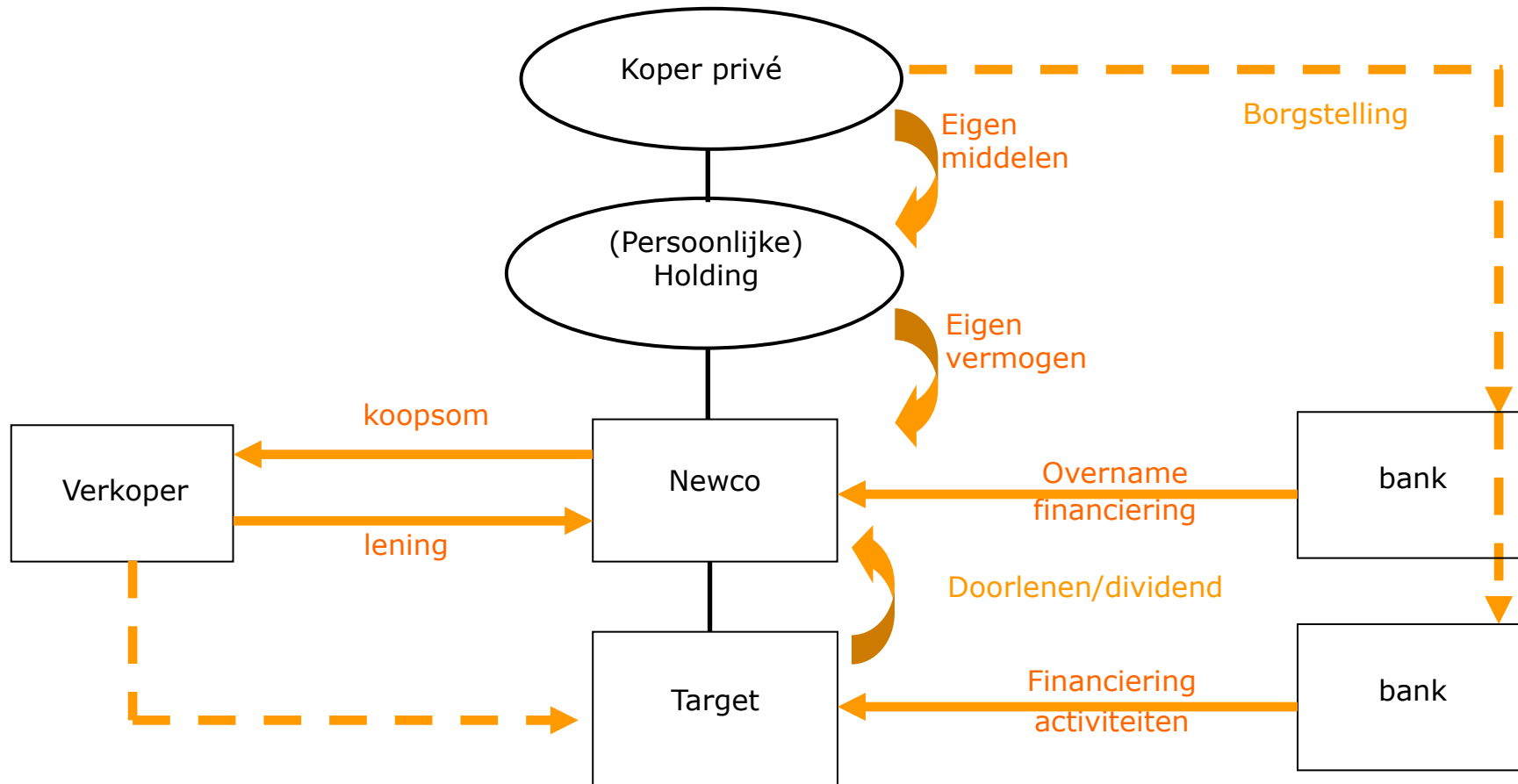
De overgenomen vennootschap mag

- geen zekerheden stellen
- geen koersgarantie afgeven
- zich niet op andere wijze sterk maken
- zich niet hoofdelijk verbinden ten behoeve van het verkrijgen van aandelen in haar kapitaal

Lid 2

Leningen met het oog op het nemen of verkrijgen van aandelen in haar kapitaal of certificaten daarvan, mag de vennootschap slechts verstrekken tot ten hoogste het bedrag van de uitkeerbare reserves en voor zover de statuten dit toestaan.

Structureren



Waarom financiële ratio's / covenants

Covenants bieden geen (extra) zekerheidswaarde

- Grip op operationele gang van zaken
- Praktijk: op tijd aan tafel zitten (beheer en controle)
- Formeel: opeisingsgrond

Meest gebruikte financiële covenants

1 Kasstroom: Debt Service Coverage (DSCR)

- mate van terugbetaalcapaciteit

-
$$\frac{(\text{EBITDA} -/- \text{VPB} -/- \text{Investeringen} +/- \text{mutatie werkkapitaal})}{\text{Aflossingen en Rente}}$$

- minimaal groter dan 1,1

2 Leverage : DEBT to EBITDA

- zwaarte van financiering op balans in relatie tot operationele winstgevendheid

- ca. 20% headroom t.o.v. prognose

Niet financiële covenants

- No further indebtedness
- Material Adverse Change Clause
- No change of ownership
- No change of control/management
- Cross default
- Non-dividend verklaring
- Negative en positive pledge
- Pari Passu
- Niet-investeringsclausule

Zekerheden

Holding financiering

- Verpanding van alle aandelen in target (inclusief voorwaardelijk stemrecht)
- Achterstellingsakte achtergestelde leningverstrekker

Werkmaatschappij financiering

- Hypotheekrecht onroerend goed
- Verpanding van debiteuren, voorraden, roerende activa, verzekeringen, evt licenties/merken
- Verpanding van vorderingen uit hoofde van de koopovereenkomst
- Evt. garantie en/of borgtocht

De aansprakelijkheid van kredietnemers en eventuele mededebiteuren voor eenzelfde lening is altijd hoofdelijk

Stap 2: Due Diligence : bevestigen vrije kasstromen

Commercieel due diligence

- Business concept / industrie karakteristieken in het verleden en verwachtingen
- Haalbaarheid business plan

Financieel due diligence

- Analyse historische financiële performance
- Bevestiging en/of toetsing haalbaarheid toekomstige kasstromen

Belasting/juridisch/verzekeringen & pensioen due diligence

- Rente aftrekbaarheid, compensabele verliezen, belastingverplichtingen
- Mogelijke juridische claims
- Voldoende verzekerd/voldoen voorzien voor pensioenen

Stap 3: Documentatie

1. Koopovereenkomst

- Garanties en vrijwaringen
- Concurrentiebeding

2. Aandeelhoudersovereenkomst/statuten

- Beslissingsbevoegdheid management, AvA, RvC
- Bescherming minderheidsaandeelhouder: tag along
- Stichting personeelsparticipatie
- MACC in samenhang met leningakte

3. Leningakte/achterstellingsakte verkoper-koper-bank

- Verstrekkingvoorwaarden
- Financiële, niet-financiële covenants
- Opeisbaarheid

Stap 4: Afronding overdracht

Afronding = tekenen =
uitboeken financiering =
businessplan succesvol implementeren

Stap 5: Monitoring financiering

- Jaarlijks revisie : toetsing van de actuele situatie aan de bij verstrekking gehanteerde uitgangspunten.
- Toetsing covenants: veelal per kwartaal o.b.v. voortschrijdende 12 maands resultaten. Soms per halfjaar of jaar.
- Periodieke toetsing van debiteuren (veelal maandelijks aan te leveren pandlijsten) en voorraden en crediteuren (indien relatering aan kredietfaciliteit)
- Periodieke gesprekken met de klant.



Rabobank

Deel 4

Ervaringen

Praktijkervaringen

Niet elke onderneming leent zich voor overnamefinanciering

- Onvoldoende kwaliteiten koper
- Onvoldoende commitment koper
- Geen goed ondernemingsplan
- Kosten en/of investeringen zijn hoger
- Te hoge koopsom
- Synergetische effecten vallen tegen
- Administratieve organisatie onvoldoende op orde
- (Markt-) vooruitzichten te optimistisch
- Kostenbeheersing onvoldoende
- Cultuurverschillen, integratieproblemen
- Te zware financiering
- Timing

De markt voor overnamefinancieringen

Kredietcrisis en recessie heeft een nieuw tijdperk ingeluid

- Medio 2007, een neerwaartse spiraal binnen de US sub-prime hypotheekmarkt vormde het begin van de kredietcrisis. Dit heeft geleid tot drastische wijzigingen in het bankenlandschap.
- Medio 2008 is het effect van de kredietcrisis doorgedrongen tot de reële economie. De wereldwijde onzekerheid leidde tot minder vertrouwen, lagere investeringsniveaus en vraaguitval binnen sommige sectoren en had een impact op de overnamemarkt.
- Naar beneden bijgestelde leverage ratio's en aangescherpte voorwaarden zijn algemeen geaccepteerd.



Minder activiteit in overnamemarkt

Leverage ratio's zijn naar nieuwe niveaus bijgesteld

Hogere pricing en fees maar op een stabiel niveau



De markt is volledig gekeerd

Rabobank was ook tijdens de crisis actief en bleek een betrouwbare partner



DORC

CARE



Johma

Daalderop

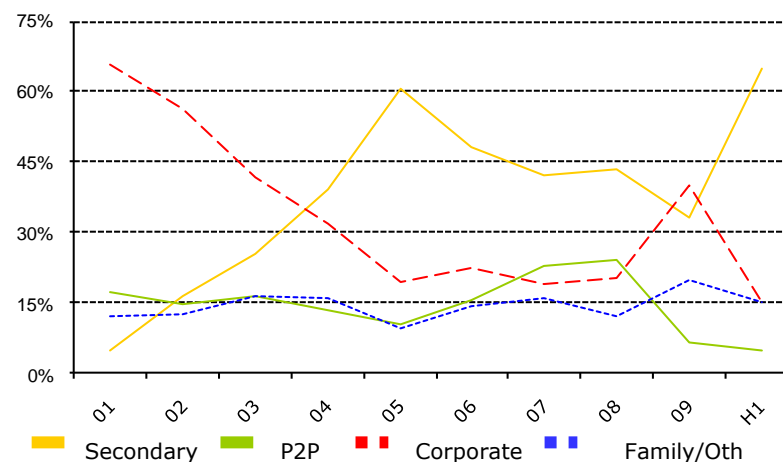


Minder activiteit in de overnamemarkt

Ondanks een piek in Q4 2009 blijft het activiteitsniveau in 2010 broos

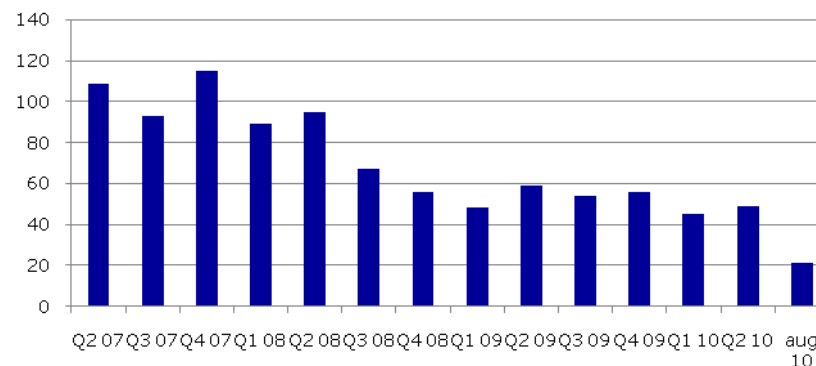
- Het aantal overnames is significant afgenomen sinds de kredietcrisis. Het aantal transacties met participatiemaatschappijen en/of gewone bedrijfsovernames is flink lager in vergelijking met voorgaande jaren.
- Het segment 10-30 en overdracht binnen families is minder volatiel.
- Q4 2009 liet een piek zien met een aantal grotere transacties (zoals Care Schadeservice, PCM Algemene Uitgeverijen en NRC Handelsblad).
- De beschikbaarheid van bancaire financiering is een belangrijk aspect in het overnameproces.
- De beschikbaarheid van kapitaal bij participatiemaatschappijen in het middensegment is nog voldoende.
- Wij verwachten dat de overnamemarkt in 2010 broos blijft maar met meer activiteit dan in 2009

Type transacties



* Source figures: Standard & Poor's LCD European Leveraged Loan Review.

Nederlandse overnametransacties (totaal)

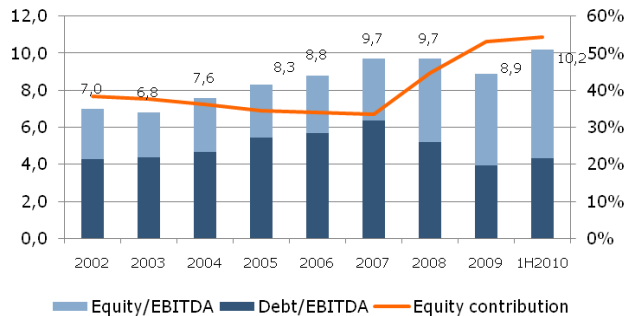


* Source figures: Merger Market Dutch acquisitions.

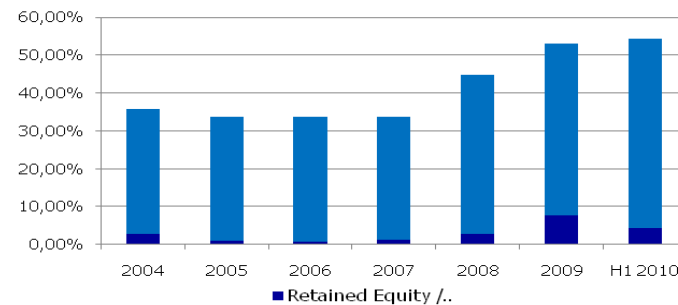
Leverage multiples zijn gestabiliseerd, pricing is gestegen

Garantievermogen neemt relatief toe

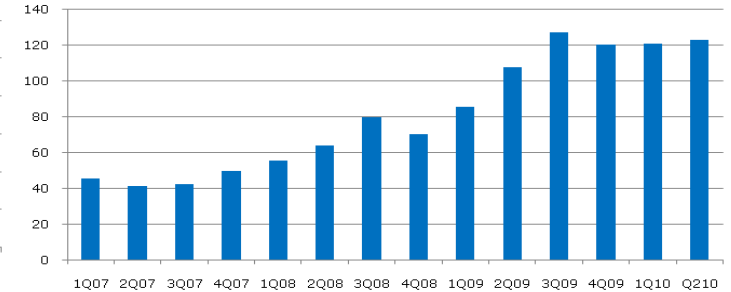
Gemiddelde LBO schuldverhoudingen



Gemiddelde equity inbreng buy-outs



Marge per eenheid leverage (bps)



* Bron grafieken: Standard & Poor's LCD European Leveraged Loan Review. Grafieken zijn gebaseerd op de leveraged finance markt large corporates. Trends in mid market zijn gelijk

- De recessie in combinatie met neerwaartse bijstelling van budgetten creëert onzekerheid over de toekomstige kasstromen, hetgeen de leverage op opening negatief beïnvloedt, koopsommen verlaagt en het gevraagd garantievermogen doet toenemen.
- Aflossingschema's zijn conservatiever (5jr lineair of korter). Bullet en Balloon structuren zijn minder vanzelfsprekend .
- De interbancaire markt kenmerkt zich (nog) steeds door onzekerheid waardoor de ECB voor veel banken nog een belangrijke rol speelt in de funding. ' Outlook' voor fundingkosten zijn hierdoor nog onzeker.
- Hogere fundingkosten worden niet weergegeven in de Euribor marge en worden dan ook separaat doorberekend in de vorm van liquiditeitskosten of verwerkt in de debiteurenopslag.
- Debiteurenopslag is toegenomen door een negatievere risicoperceptie en meer onzekerheid. Cross sell wordt nog belangrijker.

'Lessons learned' kredietcrisis

- Complementair management MET crisis ervaring en RvC die bijdraagt
- Management Informatie Systeem (MIS)
- Professionele scenario-analyse
- Hoe zeker zijn zekerheden in tijden van onzekerheid?



Rabobank

Deel 5

Vragen/discussie

Vragen tot nu toe....

?



Rabobank

Deel 6

Case study: Smuller B.V.

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Omschrijving situatie

- Smuller is producent van lekkernijen
- De onderneming fabriceert in eigen fabriek, met eigen personeel
- Klanten zijn landelijke en regionale supermarktketens en speciaalzaken
- De onderneming is in 1932 opgericht door de heer Jan Lekkerkerk. Momenteel is zijn zoon Piet (nu 57 jr) eigenaar en directievoorzitter. Piet Lekkerkerk wil de onderneming verkopen.
- Er heeft zich een financiële koper aangediend
- U wordt gevraagd zoveel mogelijk van de overname prijs bancair te financieren

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Balans

Vaste Activa			Eigen vermogen		
Bedrijfsgebouwen	5.000	33%	Aandelenkapitaal	18	0%
Apparatuur	1.500	10%	Ingehouden winsten	4.000	26%
Financiële deelnemingen	250	2%	Herwaarderingsreserves	2.000	13%
Vlottende activa			Langlopende schulden	2.500	16%
Vorraden	3.300	22%	Vlottende schulden		
Debiteuren	5.000	33%	Rekening/courant	600	4%
Liquide middelen	250	2%	Crediteuren	4.000	26%
			Overige vlottende passiva	2.182	14%
Totale activa	15.300	100%	Totale passiva	15.300	100%

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Winst en verliesrekening

	T-1		T	
Omzet	9.500	100%	10.000	100%
Kostprijs	5.000-	-53%	5.250-	-53%
Bruto marge	4.500	47%	4.750	48%
Overige kosten	1.970-	-21%	2.000-	-20%
EBITDA	2.530	27%	2.750	28%
Afschrijvingen	450-	-5%	450-	-5%
EBIT (Bedrijfsresultaat)	2.080	22%	2.300	23%
Rentelasten	120-	-1%	150-	-2%
Resultaat voor belasting	1.960	21%	2.150	22%
Belasting	500-	-5%	548-	-5%
Netto winst	1.460	15%	1.602	16%

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Uitgangspunten en prognoses

- Door een extra afzetkanaal te creëren (kantines e.d.) verwacht Smuller de omzet te kunnen laten groeien
- Ondanks prijsdruk vanuit de supermarkten verwacht Smuller haar bruto marge te kunnen verhogen
- De overige kosten blijven constant
- De investeringen bedragen circa EUR 200k de komende jaren
- Het toekomstig werkkapitaal bedraagt 25% van de omzet.

	T + 1	T + 2	T + 3
Omzet	11.000	12.100	13.310
Kostprijs	5.500-	6.050-	6.655-
Bruto marge	5.500	6.050	6.655
Overige kosten	-2.000	-2.000	-2.000
EBITDA	3.500	4.050	4.655

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Waardering en prijs

De ondernemingswaarde is door adviseurs vastgesteld op EUR 16,5 miljoen (= 6,0x EBITDA T).

Ondernemingswaarde	EUR 16,50 miljoen
Minus Langlopende schulden en r/c	EUR 3,10 miljoen
Plus Aanwezige liquide middelen	EUR 0,25 miljoen
Waarde van de Aandelen	EUR 13,65 miljoen

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Hoeveel bedraagt de goodwill?

Waarde van de aandelen -/- waarde van het eigen vermogen

EUR 13,65 miljoen – EUR 6,02 miljoen = EUR 7,63 miljoen

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Herkomst en Besteding van Middelen (in EUR '000)

Besteding		Herkomst		
Waarde van de aandelen	13.650	Eigen vermogen		0%
Aanwezige schuld	3.100	Holding lening		0%
Aanwezige liq. Middelen	250-	Lening werkmij		0%
		Krediet		0%
Ondernemingswaarde	16.500		16.500	100%

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Looptijden van varianten in financiering

- Vastgoedfinanciering: 15-20 jaar of 6-7 jaar bullet
 - Executiewaarde (ca. 85% van marktwaarde) * 70% = ca EUR 3,0 mln
 - Apparatuur: 6 jaar lineair
 - Boekwaarde * 50% = ca EUR 0,75 mln
 - Werkkapitaalfinanciering (tot weder opzegging = t.w.o.)
 - Dekking 50% op voorraad -/- crediteuren = 0
 - Dekking 60% op debiteuren = ca EUR 3,0 mln
-
- Totaal op werkmaatschappij mogelijk te financieren: EUR 6,75 mln
 - Holding: varieert van 4-5-6 jaar lineair tot 6-7 jaar balloon of bullet
 - Geen dekking

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Opdrachtformulering

- Bepaal de jaarlijkse cash flow beschikbaar voor rente en aflossing:
 - Wat is de jaarlijkse EBITDA?
 - Wat zijn de investeringen en belastingen?
 - Wat is de cashflow die voortkomt uit de toe/afname van het werkkapitaal?

- Hoeveel kan op werkmij niveau gefinancierd worden indien als uitgangspunt wordt genomen dat alle vrije reserves worden benut?

- Hoeveel bancaire financiering zou u willen verstrekken?

- Hoeveel eigen inbreng is er nodig?

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Bepaal de jaarlijkse cash flow beschikbaar voor rente en aflossing

	Historisch Prognose	
▪ Jaarlijkse EBITDA:	EUR 2,75 mln	EUR 3,50 mln
▪ -/- Investerings	EUR 0,45 mln	EUR 0,20 mln
▪ -/- Belastingen	EUR 0,55 mln	EUR 0,74 mln
▪ -/- Werkkapitaal 25%	EUR 0,11 mln	EUR 0,63 mln
▪ Werkkapitaal is eenmalig en kan evt worden gefinancierd uit r/c.		
<hr/>		
▪ Cash flow voor rente en aflossing	EUR 1,65 mln	EUR 1,93 mln
	EUR 1,75 mln	EUR 2,56 mln

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Hoeveel kan op werkmij niveau gefinancierd worden indien als uitgangspunt wordt genomen dat alle vrije reserves worden benut?

Werkmaatschappij

- Maximaal te financieren i.v.m. art. 207c EUR 6,85 mln
 - Maximale vrije reserves EUR 4,0 miljoen
 - Herfinanciering netto schuld: EUR 2,85 miljoen
- Lening met als dekking vastgoed en apparatuur EUR 3,75 mln
20 jaar lineair lossend
- Krediet met als dekking debiteuren en voorraden EUR 3,10 mln
 - Bij closing kan maximaal EUR 3,1m getrokken worden voor overname
 - Restant werkkapitaalschommelingen gefinancierd o.b.v. relatering of cleandown

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Hoeveel bancaire financiering zou u willen verstrekken?

<u>Ruimte voor aflossing en betaling rente</u>	<u>per jaar</u>
▪ Beschikbaar voor rente en aflossing:	ca. EUR 1,75 mln
▪ Rentelasten in werkmaatschappij	ca. EUR 0,35 mln
▪ Aflossing in werkmaatschappij	ca. EUR 0,30 mln
<hr/>	
▪ Beschikbaar voor rente en aflossing holding	ca. EUR 1,10 mln
▪ Benodigd voor holdinglening ad EUR 3,5 mln	ca. EUR 1,00 mln
– 5 jaar lineair lossend: EUR 700k	
– Rente: ca. EUR 300k	
▪ Restant ad EUR 100k is marge	

Totale financiering = EUR 10,35 mln = 3,8x EBITDA T=0

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

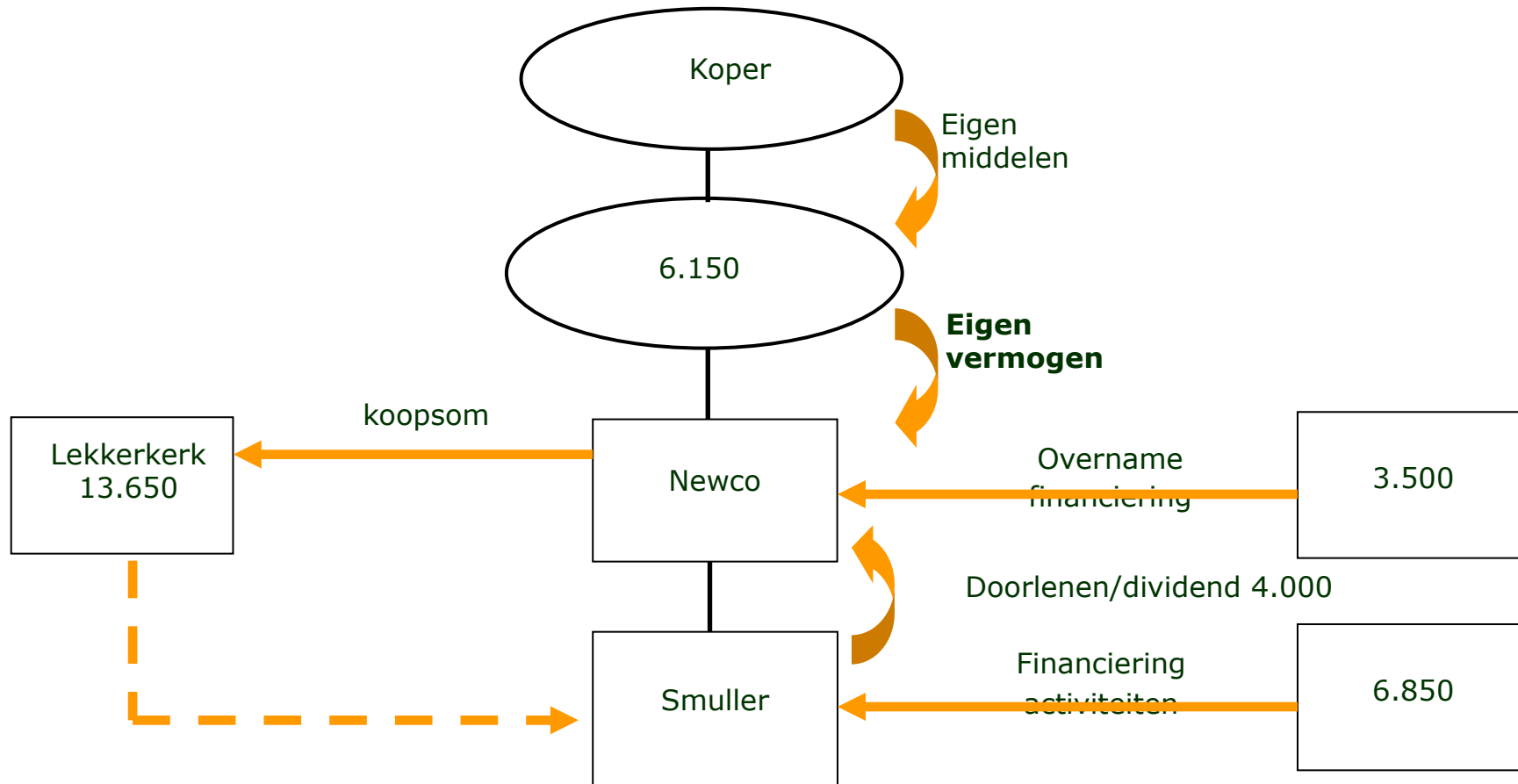
Hoeveel eigen inbreng is nodig?

Besteding		Herkomst		
Koopprijs aandelen	13.650	Eigen vermogen	6.150	37%
Aanwezige schuld	3.100	Holding lening	3.500	21%
Aanwezige liq. Middelen	250-	Lening werkmij	3.750	23%
		Krediet*	3.100	19%
Ondernemingswaarde	16.500		16.500	100%

* Het totale krediet bedraagt EUR 4,0 mln om seizoensschommelingen in het werkkapitaal te financieren.

Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

De structuur in beeld gebracht



Case study: Productiebedrijf Smuller B.V.

Balans exclusief herwaarderingsreserve

Vaste Activa		Eigen vermogen	
Bedrijfsgebouwen	3.000	Aandelenkapitaal	18
Apparatuur	1.500	Ingehouden winsten	4.000
Financiële deelnemingen	250		
Vlottende activa		Langlopende schulden	2.500
Voorraden	3.300		
Debiteuren	5.000	Vlottende schulden	
Liquide middelen	250	Rekening/courant	600
		Crediteuren	4.000
		Overige vlottende passiva	2.182
Totale activa	13.300	Totale passiva	13.300

(werkelijke waarde onroerend goed volgens taxatie: 7.000)

Dank voor uw aandacht

Martin Kortstee

Adviseur Corporate Finance
Mr. D.U. Stikkerstraat 11, 6842 CW Arnhem

Postbus 294, 6800 AG Arnhem
Telefoon: 026 – 38 98 224
Mobiel: 06 – 5107 1381
Telefax: 026 – 371 45 89
E-mail: martin.kortstee@rabobank.com

Tanja Jungen

Adviseur Corporate Finance
Kronehoefstraat 87, 5612 HL Eindhoven

Postbus 301, 5600 AH Eindhoven
Telefoon: 040 - 29 36 726
Mobiel: 06 – 1344 4380
Telefax: 040 – 293 60 23
E-mail: tanja.jungen@rabobank.com