

# **Private Equity im Telekommunikationssektor**

–

## **Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit und Berechnung der Investorenrenditen anhand der Fallstudie Leveraged Buyout TDC A/S**

Masterarbeit

Frankfurt School of Finance & Management (HfB)



eingereicht bei

Prof. Dr. Christoph Schalast

Dr. Kay-Michael Schanz

Autor: Christian Koschmieder

Matrikel Nr: 455 7074

In der Dehne 16, 31035 Eitzum

Frankfurt am Main, September 2007

# Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>I</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>IV</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>VI</b>
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1. Gegenstand und Ziel dieser Arbeit .....	1
1.2. Aufbau der Arbeit .....	2
<b>2. Voraussetzungen .....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Abgrenzung wesentlicher Begriffe .....</b>	<b>4</b>
2.1.1. Private Equity .....	4
2.1.2. Leveraged Buyout (LBO) .....	4
2.1.3. Incumbent .....	6
<b>2.2. Basisstrategien der Renditesteigerung bei Leveraged Buyouts.....</b>	<b>6</b>
2.2.1. Financial Arbitrage .....	7
2.2.2. Financial Engineering .....	8
2.2.3. Steigerung der operativen Effizienz.....	8
2.2.4. Schärfung des strategischen Profils .....	9
2.2.5. Reduzierung von Agency-Kosten .....	9
2.2.6. Verbund-/ Skaleneffekte durch Private Equity-Beteiligung.....	10
<b>2.3. Unternehmensbewertungsverfahren zur Kaufpreisindikation .....</b>	<b>11</b>
2.3.1. Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF).....	11
2.3.2. Comparable Company Analysis (CCA) .....	12
2.3.3. Precedent Transaction Analysis (PTA).....	13
<b>2.4. Der westeuropäische Telekommunikationssektor .....</b>	<b>13</b>
2.4.1. Überblick .....	13
2.4.2. Markttrends .....	15
2.4.3. Regulatorische Trends.....	16
2.4.4. Attraktivität des Sektors für Leveraged Buyouts.....	18

<b>3. Leveraged Buyout der TDC A/S.....</b>	<b>19</b>
<b>3.1. Die Private Equity-Investoren.....</b>	<b>20</b>
3.1.1. Apax Partners .....	20
3.1.2. Blackstone Group .....	21
3.1.3. Kohlberg Kravis Roberts .....	21
3.1.4. Permira .....	22
3.1.5. Providence Equity Partners .....	22
<b>3.2. Das Zielunternehmen TDC.....</b>	<b>23</b>
3.2.1. Heimatmarkt.....	23
3.2.2. Strategische Allianzen .....	24
3.2.3. Internationale Beteiligungen vor der Übernahme .....	24
3.2.4. Produktportfolio und Finanzkennzahlen .....	26
3.2.5. Neuausrichtung der Unternehmensstrategie .....	28
<b>3.3. Die Übernahmetransaktion.....</b>	<b>30</b>
3.3.1. Struktur der Übernahme .....	30
3.3.2. Finanzierung der Übernahme .....	32
3.3.3. Definition und Abgrenzung des Begriffs „Portfolio-Unternehmen“ .....	34
<b>3.4. Wesentliche Risiken des Investments .....</b>	<b>35</b>
3.4.1. Wechselkurse .....	35
3.4.2. Fremdkapitalkosten.....	35
3.4.3. Minderheitsaktionäre.....	37
3.4.4. Politik/ Regulierung .....	37
3.4.5. Wettbewerb.....	40
3.4.6. Arbeitnehmervertreter .....	41
<b>4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC .....</b>	<b>42</b>
<b>4.1. Cash-flow aus operativer Tätigkeit.....</b>	<b>42</b>
4.1.1. Umsatzsteigerungen .....	42
4.1.2. Kostensenkungen .....	44
<b>4.2. Cash-flow aus Investitionstätigkeit .....</b>	<b>48</b>
4.2.1. Realisierte Verkäufe von Konzernbereichen .....	49
4.2.2. Realisierte Käufe von Unternehmen.....	51
4.2.3. Zukünftiger, hypothetischer Verkauf von nicht-strategischen Konzernbereichen .....	53
4.2.4. Investitionen (CAPEX) .....	59
4.2.5. Nettoumlaufvermögen .....	61

<b>4.3. Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit.....</b>	<b>62</b>
4.3.1. Charakteristika einer Rekapitalisierung .....	62
4.3.2. Rekapitalisierung bei TDC .....	64
<b>4.4. Erfolgsbeteiligung des Managements.....</b>	<b>66</b>
4.4.1. Envy Ratio.....	66
4.4.2. Haltefristen.....	67
<b>5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren.....</b>	<b>69</b>
<b>5.1. Besonderheiten der Renditemessung bei Private Equity-Investments.....</b>	<b>69</b>
5.1.1. Mangel an Transparenz .....	69
5.1.2. Kennzahlen zur Renditemessung .....	70
5.1.3. Ebenen der Renditemessung .....	72
<b>5.2. Renditeberechnung mittels eines selbsterstellten Planungstools .....</b>	<b>73</b>
5.2.1. Aufbau des Planungstools .....	73
5.2.2. Restrospektive Plan-Ist-Abweichungen .....	75
<b>5.3. Annahmen .....</b>	<b>76</b>
5.3.1. Währungsbasis der Renditeberechnung .....	76
5.3.2. Besteuerung.....	76
5.3.3. Veräußerung und Kauf von Unternehmensbeteiligungen/ -bereichen .....	76
5.3.4. Exit-Bewertung.....	76
5.3.5. Fonds .....	77
5.3.6. Managementbeteiligung .....	77
5.3.7. Administrations- und Managementgebühren .....	78
5.3.8. Transaktionsgebühren .....	78
5.3.9. Szenarioabhängige Planungsparameter .....	78
<b>5.4. Szenarionalyse und Renditeergebnisse .....</b>	<b>79</b>
5.4.1. Szenario 1 – Basisszenario .....	80
5.4.2. Szenario 2 – Downside Szenario.....	81
5.4.3. Szenario 3 – Upside Szenario .....	82
<b>6. Zusammenfassung .....</b>	<b>83</b>
<b>Bibliografie .....</b>	<b>87</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>98</b>

## **Abkürzungsverzeichnis**

3G	Sammelbegriff für die verschiedenen Mobilfunkstandards der 3. Generation
CHF	Schweizer Franken
CROI	Cash-oriented Return on Investment (from operations); dt.: Cash-orientierte Gesamtkapitalrendite (aus Geschäftstätigkeit)
d.h.	das heißt
DKK	Dänische Kronen
DSL	Digital Subscriber Line
EBITDA	Earnings before Interest, Depreciation and Amortization
EMTN	Euro Medium Term Notes
EU	Europäische Union
EVCA	European Venture Capital Association
FCFE	Free Cash Flow to Equity
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
inkl.	Inklusive
i.S.	im Sinne
IRR	Internal Rate of Return
ITU	International Telecommunication Union
LBO	Leveraged Buyout
mDKK	Millionen Dänische Kronen
mEUR	Millionen Euro
mUSD	Millionen US Dollar
MVNO	Mobile Virtual Network Operator
NTC	Nordic Telephone Company
NTCH	Nordic Telephone Company Holding
NTCI	Nordic Telephone Company Investment
o.g.	oben genannte
PEG	Private Equity-Group
ROI	Return on Investment
s.	siehe
s.a.	siehe auch
s.u.	siehe unten
SFA	Senior Facility Ageement

sog.	sogenannte
TK-Sektor	Telekommunikationssektor
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System (ein 3G Standard)
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
USD	US Dollar
USO	Universal Service Obligations
USP	Universal Service Provider
YEN	Japanische Yen

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Mathematische Definition des Leverage-Effekts .....	5
Abbildung 2: Übersicht der Basisstrategien zur Renditesteigerung bei Leveraged Buyouts .....	7
Abbildung 3: Ausgewählte LBOs im europäischen Telekommunikationsmarkt seit 2003 .....	18
Abbildung 4: TDC Group - Portfolioübersicht .....	26
Abbildung 5: TDC Group - Umsatz und EBITDA 2001 bis 2006 .....	27
Abbildung 6: TDC Group - Umsatz und EBITDA 2006 nach Konzernbereichen ..	27
Abbildung 7: TDC-Strategie .....	28
Abbildung 8: Beteiligungsstruktur im Überblick .....	31
Abbildung 9: TDC-LBO - Finanzierungsstruktur im Überblick .....	33
Abbildung 10: NTCH Group (TDC konsolidiert) - Fremdkapital Fälligkeitsprofil ...	34
Abbildung 11: TDC Group-Mitarbeiterzahl (Vollzeitäquivalente) 2005 bis 2006 ...	46
Abbildung 12: GuV HTCC (vor Übernahme von Invitel) 2004 bis 2005 .....	55
Abbildung 13: GuV HTCC inkl. Invitel .....	56
Abbildung 14: TDC Switzerland - Umsatz, EBITDA und CAPEX 2003 bis 2006 ..	57
Abbildung 15: Peer Group Integrierte Telekommunikationsanbieter .....	59
Abbildung 16: TDC Group - EBITDA und CAPEX 2002 bis 2006 .....	60
Abbildung 17: Netto-Verbindlichkeiten TDC und NTCH Group 2005 und 2006 ...	65
Abbildung 18: Envy Ratio - Berechnungsformel .....	66
Abbildung 19: Berechnung der Envy Ratio für das TDC-Management .....	67
Abbildung 20: Spezifische Annahmen - Szenario 1 .....	80
Abbildung 21: Renditeergebnisse - Szenario 1 .....	80
Abbildung 22: Spezifische Annahmen - Szenario 2 .....	81
Abbildung 23: Renditeergebnisse - Szenario 2 .....	81
Abbildung 24: Spezifische Annahmen - Szenario 3 .....	82
Abbildung 25: Renditeergebnisse - Szenario 3 .....	82

# 1. Einleitung

## 1. Einleitung

### 1.1. Gegenstand und Ziel dieser Arbeit

Private Equity-Firmen investieren zunehmend in den Telekommunikationssektor (TK-Sektor), und das trotz der dort geltenden regulatorischen Auflagen. Unter der Vielzahl verschiedenartiger Geschäftsmodelle und -strukturen in dem Sektor stellt die Gruppe der ehemaligen staatlichen Betreiber (Incumbents) wiederum eine Besonderheit dar, die mit spezifischen Herausforderungen aber auch interessanten Chancen verbunden ist.

Gegenstand dieser Arbeit in Form einer Fallstudie soll daher die Analyse des Renditepotenzials eines Private-Equity-Engagements im Rahmen eines Leveraged Buyouts (LBO) bei einem westeuropäischen Incumbent-Telekommunikationsunternehmen sein.

Ziel der Arbeit ist der Nachweis eines signifikanten Renditepotenzials bzw. Renditehebels zugunsten der General Partner (Private Equity-Unternehmen) und des beteiligten Managements des Portfolio-Unternehmens gegenüber den Limited Partnern (Fondsinvestoren), gemessen auf Basis der Internen Zinsfuß-Methode (Internal Rate of Return, kurz: IRR) und einer Auszahlungs-Einzahlungs-Ratio (Distributions to paid-in-capital multiple). Dazu soll der Rendite-Effekt auf folgenden Ebenen dargestellt werden:

- Private Equity-Fonds
- Gesellschafter des Private Equity-Fonds
  - Limited Partner
  - General Partner
- Beteiligtes Management des Portfolio-Unternehmens

## 1. Einleitung

### 1.2. Aufbau der Arbeit

In Kapitel 2 werden allgemeine Voraussetzungen zum besseren Verständnis für den folgenden Hauptteil kurz dargestellt.

Der Hauptteil der Arbeit beinhaltet vier Aufgabenfelder:

1. Darstellung wesentlicher Daten zum Zielunternehmen, der LBO-Übernahme und seiner Akteure in Kapitel 3.
2. Analyse wesentlicher Maßnahmen auf Ebene des Portfolio-Unternehmens zur Steigerung des Renditepotenzials des investierten Eigenkapitals in Kapitel 4. Die methodische Vorgehensweise soll sich soweit möglich an folgenden, da üblicherweise berichtspflichtigen Cashflow-Kategorien orientieren:
  - Cashflow aus operativer Tätigkeit
  - Cashflow aus Investitionstätigkeit
  - Cashflow aus Finanzierungstätigkeit

Die Ausrichtung der Maßnahmenanalyse an den Kategorien der Cashflowrechnung sichert nicht nur ein strukturiertes und vollständiges Vorgehen, sondern sie erleichtert auch die spätere Übersetzung in eine Cashflow-orientierte Planungsrechnung.

Maßnahmen, die sich nicht in das o.g. Methodenmuster zuordnen lassen, werden im Anschluß separat dargestellt.

3. Erstellung eines integrierten Planungstools (auf Microsoft Excel-Basis) zur Simulation des Ausschüttungs- und Exiterlöspotenzials aus der Beteiligung an dem Portfolio-Unternehmen bestehend aus:
  - Eingabebereich und Ergebnisübersicht
  - Separate Bewertung von potenziellen Divestments durch Peer Group-Vergleich
  - Cashflow-orientierte Geschäftsplanung mit Berechnung des Ausschüttungspotenzials (Free Cash Flow to Equity)

## 1. Einleitung

- Erfolgsverteilung auf Fonds- und Investorenebene mit individueller Cashflow-Zuordnung
  - Renditeberechnung separat nach Investorengruppen mittels einer Verzinsungs- und einer Einzahlungs-Auszahlungs-Kennziffer
4. Exemplarische Durchführung einer Renditeberechnung auf Basis eines angenommenen Planungsszenarios (Basisszenario) und unter Anwendung des erstellten Planungstools sowie Variation des Basisszenarios (Downside-/Upside-Szenario). Ansatz und Durchführung werden in Kapitel 5 dargestellt.

Abschließend werden in Kapitel 6 die wesentlichen Erkenntnisse aus der Arbeit nochmals in einer zusammengefaßten Form gewürdigt.

## 2. Voraussetzungen

### 2. Voraussetzungen

In diesem Kapitel sollen vorausgesetzte Begriffe und Zusammenhänge, die im Laufe der Arbeit immer wieder aufgegriffen werden, kurz erläutert und abgegrenzt werden.

#### 2.1. Abgrenzung wesentlicher Begriffe

##### 2.1.1. Private Equity

Die European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) definiert den Begriff folgendermaßen:

*“Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company’s balance sheet. It can also resolve ownership and management issues. A succession in family-owned companies, or the buyout and buyin of a business by experienced managers may be achieved using private equity funding.”*<sup>1</sup>

In Erweiterung zu der EVCA-Definition ist auch die Rücknahme der Börsennotierung (Delisting, „Going Private“) von Unternehmen im Rahmen einer Private Equity-Übernahme üblicherweise unter Private Equity zu subsumieren. In einigen Fällen bleibt das Portfolio-Unternehmen nach der Übernahme der Eigenkapitalmehrheit durch einen Private Equity-Fonds weiterhin börsennotiert.

##### 2.1.2. Leveraged Buyout (LBO)

LBOs können im Rahmen einer phasenorientierten Kategorisierung von Private Equity als Investment in reife Unternehmen zugeordnet werden. Daneben gibt es noch die Frühphasenkategorien *Seed* und *Start-up* sowie die Mittelphasenkategorien *Expansion* und *Bridge/ Replacement*.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> EVCA (2007)

<sup>2</sup> Vgl. Loos, N. (2006), S. 9

Vgl. Schanz, K.-M. (2007), S. 10

## 2. Voraussetzungen

Die Reife des Unternehmens verkörpert dabei in der Regel wichtige Voraussetzungen eines LBOs wie z.B. stabile Umsätze, stabile Gewinne bzw. Cashflows, u.U. auch signifikante stille Reserven, die über Vermögensveräußerungen in zusätzliche Cashflows umgesetzt werden können.

Weitere wichtige Eigenschaften eines LBOs sind der hohe Anteil der Fremdfinanzierung, die unter Ausnutzung des Leverage-Effekts eine Hebelung der Eigenkapitalrendite ermöglichen soll, sowie typischerweise auch die Einbeziehung der Unternehmensführung des Zielunternehmens in Form einer Eigenkapitalverpflichtung.<sup>3</sup>

Die mathematische Definition für den Leverage-Effekt zeigt folgende Grafik:

$$r_{EK} = r_{GK} + (FK/EK) \times (r_{GK} - i_{FK})$$

FK	Fremdkapital	$r_{EK}$	Rendite des EK
EK	Eigenkapital	$i_{FK}$	Kosten des FK (Zins)
GK	Gesamtkapital (FK+EK)	$r_{GK}$	Gesamtkapitalrendite

Abbildung 1: Mathematische Definition des Leverage-Effekts

*„A Leveraged Buyout (LBO) can be defined as a transaction in which a group of private investors, typically including management, purchases a significant and controlling equity stake in a public or non-public corporation or a corporate division, using significant debt financing, which it raises by borrowing against the assets and/or cash flows of the target firm taken privat.”<sup>4</sup>*

Dagegen fokussiert die Definition der EVCA allein auf den Fremdkapitalcharakter der Finanzierung:

*„A buyout in which the NewCo’s capital structure incorporates a particularly high level of debt, much of which is normally secured against the company’s assets.”<sup>5</sup>*

<sup>3</sup> Vgl. Schneck, O. (2006), S. 256-259

<sup>4</sup> Loos, N. (2006), S. 12

<sup>5</sup> EVCA (2007)

## 2. Voraussetzungen

### 2.1.3. Incumbent

Mit Incumbent ist der jeweils in einem nationalen Markt agierende, etablierte Telekommunikationsanbieter gemeint. Die Bezeichnung stützt sich auf die Vergangenheit nahezu sämtlicher nationalen Telekommunikationsmärkte, die vor der großen Liberalisierungs- und Privatisierungswelle der 1990er Jahre in den westlichen Staaten grundsätzlich als staatlicher Auftrag wahrgenommen wurden. Ein Incumbent hat in der Regel eine Vergangenheit als staatliche Behörde und wurde erst im Zuge der Liberalisierung/ Privatisierung des TK-Sektors in eine oder mehrere gesellschaftsrechtliche Einheit(en) umgewandelt. Incumbents agierten aufgrund ihrer o.g. historischen Wurzeln überwiegend als Vollsortimentanbieter, d.h. sie waren sowohl horizontal als auch vertikal voll integrierte Netzbetreiber und Diensteanbieter. Diese strukturellen Eigenschaften sind bei vielen privatisierten Incumbents grundsätzlich noch immer aktuell, jedoch mit jeweils unterschiedlichen Abstufungen, auch in Abhängigkeit von geltenden Regulierungsmaximen und Unternehmensstrategien.

### 2.2. Basisstrategien der Renditesteigerung bei Leveraged Buyouts

Die Kenntnis der möglichen LBO-Basisstrategien ist für die Analyse der vorliegenden Fallstudie von essentieller Bedeutung, und soll daher an dieser Stelle kurz beschrieben werden. Für weiterführende Ausführungen sei auf die genannte Literatur verwiesen.<sup>6</sup>

Für jedes Buyout-Unternehmen stellt sich die Frage, welche Wertschöpfungs- bzw. Renditesteigerungsansätze es verfolgen will bzw. kann. Die gewählten Ansätze hängen dabei sowohl von den eigenen Kompetenzen bzw. Erfahrungen als auch von den jeweiligen Strukturen der Portfoliounternehmen ab. In der Realität kommen regelmäßig mehrere dieser Basisstrategien in einem Portfolio-Unternehmen zum Einsatz.

---

<sup>6</sup> Vgl. Loos, N. (2006), S. 23-37

Vgl. Berg, A. (2005), S. 99-104

Vgl. Berg, A./ Gottschalg, O. (2004a), S. 16-19

Vgl. Berg, A./ Gottschalg, O. (2004b), S. 207-212

Vgl. Schanz, K.-M. (2007), S. 128-135; 140-142

## 2. Voraussetzungen

### Basisstrategien zur Renditesteigerung von Leveraged Buyouts

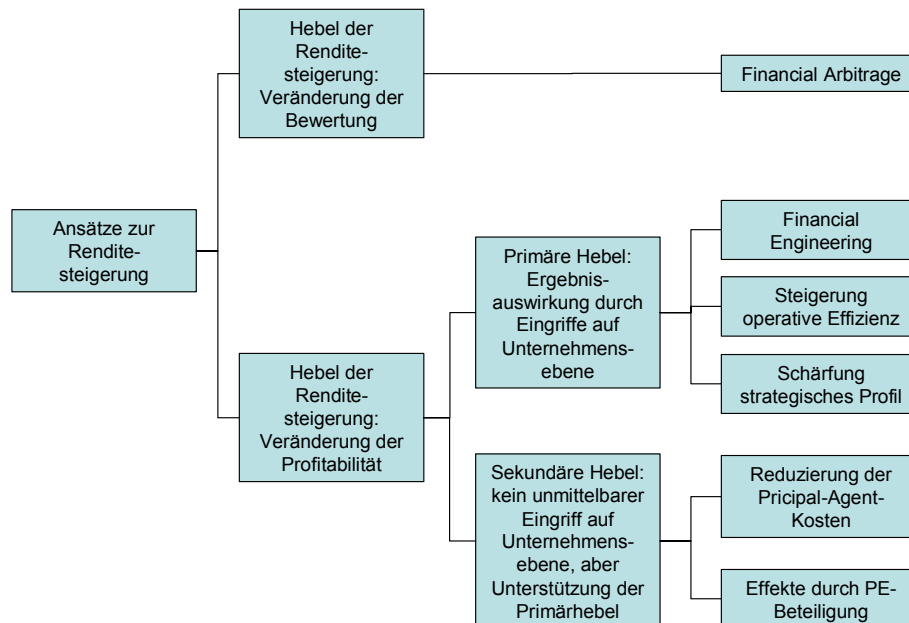


Abbildung 2: Übersicht der Basisstrategien zur Renditesteigerung bei Leveraged Buyouts <sup>7</sup>

### 2.2.1. Financial Arbitrage

Der Arbitrageertrag basiert auf einer unterschiedlichen Bewertung des Portfolio-Unternehmens zwischen Kauf- und Verkaufszeitpunkt, und zwar unabhängig von Veränderungen in der finanziellen Leistungsstärke des Unternehmens selbst. Der Financial Arbitrage-Ansatz erfordert somit theoretisch überhaupt keine renditesteigernden Maßnahmen im Portfolio-Unternehmen selbst, sondern ist vollständig von marktseitig verursachten Bewertungsveränderungen abhängig.

Zu unterscheiden sind dabei grundsätzlich folgende Gründe:

- auf Basis von Veränderungen der marktseitigen Bewertung (Multiples)
- auf Basis von individuellen Informationen (Insider Information) über das Portfolio-Unternehmen

---

<sup>7</sup> Vgl. Berg, A. (2005), S. 103

## 2. Voraussetzungen

- auf Basis von besonderen Marktkenntnissen (Branchenexpertise oder Netzwerke)
- auf Basis von Einkaufsvorteilen (Verhandlungsgeschick, Sacheinlagen etc.)
- auf Basis von Entflechtungseffekten (Reduktion des Konglomeratdiscounts)

### 2.2.2. Financial Engineering

Das Financial Engineering befaßt sich mit der Optimierung der Kapitalstruktur im Hinblick auf die Minimierung der Kapitalkosten des Unternehmens unter Berücksichtigung von Steuereffekten, d.h. Nachsteuerbetrachtung, unter Einsatz spezialisierter Finanzierungskenntnisse.

Zu unterscheiden sind zwei Ansätze:

- Optimierung der Kostenstrukturen (z.B. Konditionenverbesserung bei Krediten)
- Reduzierung der Steuerlast (durch Rekapitalisierung i.S. einer erhöhten Fremdkapitalquote)

Der Financial Engineering-Ansatz läßt sich auf Ebene des Cashflow aus operativer Tätigkeit (Zinsergebnis) und des Cashflow aus Finanzierungstätigkeit des Portfolio-Unternehmens analysieren.

### 2.2.3. Steigerung der operativen Effizienz

Die Steigerung der operativen Effizienz wird in der Regel durch Einsatz eines dezidierten Maßnahmenprogramms angegangen. Die Neuausrichtung der Unternehmensressourcen spielt in diesem Zusammenhang eine wesentliche Rolle für den Erfolg.

Zu unterscheiden sind folgende Ansätze:

- Klassische Kostenreduzierungs- bzw. Margensteigerungsprogramme
- Reduzierung des betriebsnotwendigen Vermögens
- Eigenverantwortlichkeit einzelner Unternehmensteile (Profit Center-Gedanke, „Arms lengths“-Konditionen)
- Beseitigung von Managementineffizienzen (Austausch von Managementressourcen)

## 2. Voraussetzungen

Der Ansatz einer Steigerung der operativen Effizienz lässt sich auf Ebene des Cashflows aus operativer Tätigkeit (Umsatz- und Kostenmaßnahmen) sowie auf Ebene des Cashflows aus Investitionstätigkeit (Vermögensoptimierungen) des Portfolio-Unternehmens analysieren.

### 2.2.4. Schärfung des strategischen Profils

Die strategische Ausrichtung wird durch entsprechende Unternehmensziele, Programme und Prozesse unterstützt. Sie betrifft den gezielten Aus- bzw. auch Rückbau von strategischen Geschäftseinheiten, sowohl über organische als auch externe Maßnahmen.

Hierbei sind zu unterscheiden:

- Veräußerung von nicht-strategischen Bereichen/ Beteiligungen
- „Build-and-buy“-Strategien zum Ausbau strategischer Bereiche

Der Ansatz einer Schärfung des strategischen Profils lässt sich auf Ebene des Cashflows aus Investitionstätigkeit des Portfolio-Unternehmens analysieren.

### 2.2.5. Reduzierung von Agency-Kosten

Übermäßige Principal-Agent-Kosten entstehen aufgrund von Eigentümer-Management-Zielkonflikten. Bei der Optimierung dieser Kosten können folgende Ansätze unterschieden werden:<sup>8</sup>

- Steigerung des Rechtfertigungsdrucks gegenüber geplanten Unternehmensausgaben durch den Einsatz von Leverage, d.h. höhere Fremdkapitalquote
- Verstärkter Einsatz von Anreizsystemen für das Management (z.B. Eigenkapitalbeteiligung des Managements)
- Verbessertes Zugang (Transparenz) zu relevanten Unternehmensinformationen auf Basis eines verbesserten Monitorings bzw. Controllings

---

<sup>8</sup> Vgl. Loos, N. (2006), S. 19-21

## 2. Voraussetzungen

Der Ansatz einer Reduzierung von Agency-Kosten hat potenzielle Auswirkungen auf alle Cashflow-Kategorien, und ist daher nicht wie vorangegangene Ansätze einer Cashflow-Kategorie bevorzugt zuzuordnen und über diese analysierbar.

Empirische Studien haben jedoch ergeben, dass der Grad der Incentivierung der Managementgehälter im Sinne einer Eigenkapitalbeteiligung die höchste Korrelation zur Verringerung der Agency-Problematik aufzeigt.<sup>9</sup> Die Analyse der Managementbeteiligung am Eigenkapital soll vor diesem Hintergrund als zusätzliche Kategorie zu der Cashflow-orientierten Aufarbeitung im Rahmen der folgenden Fallstudie aufgenommen werden.

### **2.2.6. Verbund-/ Skaleneffekte durch Private Equity-Beteiligung**

Das Portfolio-Unternehmen erhält durch die Private Equity-Beteiligung Umsatzsteigerungs- bzw. Kostensenkungspotenziale aufgrund von Verbund- und/ oder Skaleneffekten.

In diesem Zusammenhang können folgende Ansätze unterschieden werden:

- Zugang zu strategischer, Branchen- und Managementexpertise
- Einkaufsvorteile durch Bündelung mit anderen Beteiligungen der Private Equity-Investoren

Vergleichbar dem Ansatz zur Reduzierung von Agency-Kosten hat auch der Ansatz zur Schaffung von Verbund- bzw. Skaleneffekten durch die beteiligten Private Equity-Unternehmen potenzielle Auswirkungen auf alle Cashflow-Kategorien, und ist daher auch nicht wie vorangegangene Ansätze einer Cashflow-Kategorie im besonderen zuzuordnen und über diese analysierbar. Interessant dürfte dennoch eine qualitative Analyse der Expertise der beteiligten Private Equity-Unternehmen bezüglich ihres Beteiligungsportfolios bzw. ihres Track Records im TK-Sektor sein.

---

<sup>9</sup> Loos, N. (2006), S. 412-415

## 2. Voraussetzungen

### 2.3. Unternehmensbewertungsverfahren zur Kaufpreisindikation <sup>10</sup>

Für die im Rahmen der folgenden LBO-Fallstudie durchgeführte Renditeberechnung spielen Veräußerungen von Konzernbereichen und der finale Exit aus dem Portfolio-Unternehmen eine wichtige Rolle zur Cash Flow-Generierung. Gegenüber schon realisierten Verkäufen mit entsprechenden, bekannten Cashflows aus der Veräußerung besteht bei noch nicht realisierten Veräußerungen ein Bewertungsproblem, d.h. die hypothetische Betrachtung zukünftiger Verkäufe muß auf Bewertungsansätze zur indikativen Preisfindung zurückgreifen. Aus diesem Grund sollen hier vorab die gängigen Ansätze für eine Bewertung kurz dargestellt werden.

#### 2.3.1. Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF)

##### 1. Bruttomethode

Dieser Ansatz bewertet das Zielunternehmen auf Basis der zukünftigen operativen Cashflows des Unternehmens, die mit dem Kapitalkostensatz des Gesamtkapitals zu einem Gegenwartswert (Net Present Value) diskontiert werden (sog. Entity-Wert). Erst nach Abzug der Nettoverbindlichkeiten ergibt sich der Wert des Eigenkapitals (sog. Equity-Wert). Aufgrund der expliziten Berechnung des Entity-Werts wird der Ansatz als *Bruttomethode* bezeichnet.

Die Bestimmung von Sensitivitäten bezüglich der Cashflow-Schätzung und den Kapitalkosten gibt zusätzlich Aufschluß über die Unsicherheit bzw. Schwankungsbreite der Bewertung.

##### 2. Nettomethode

In einer Variation des oben beschriebenen Ansatzes können auch nur die dem Eigenkapital zur Verfügung stehenden Cash Flows diskontiert werden, allerdings hier zum Eigenkapitalkostensatz, man spricht dann von der *Nettomethode*.

---

<sup>10</sup> Vgl. University of Michigan (2007)

Vgl. Tuck School (2003), S. 8

Vgl. Klein, J. (2007), Abschnitt: Valuation

Vgl. Schanz, K.-M. (2007), S. 236-275

## 2. Voraussetzungen

### Vorteile:

Theoretisch die Methode mit der höchsten Granularität und Genauigkeit, da die Analyse direkt auf das Zielunternehmen bezogen ist. Sie funktioniert unabhängig von Bewertungsschwankungen, die marktseitig induziert sind.

### Nachteile:

Die Bewertung ist schwankungsanfällig gegenüber den gemachten Annahmen der Zukunftsplanung des Zielunternehmens (Cashflow Projektion) und den Kapitalkosten (Diskontierungssatz). Dieses gilt ganz besonders für die Einbeziehung des Endwertes (Terminal Value), der die Bewertungskomponente für die Zeit nach der dezidierten Planungsphase abbildet. Insgesamt erfordert die DCF-Methode einen intensiven Einblick in die Unternehmensplanung und -strukturen, was in der Regel bei externen Betrachtern nicht gewährleistet ist.

### **2.3.2. Comparable Company Analysis (CCA)**

Dieser Ansatz vergleicht das Zielunternehmen zu verfügbaren Marktbewertungen von vergleichbaren Unternehmen (Peer Group). Übliche Bewertungsratios basieren auf den Unternehmenskennzahlen wie EBITDA, EBIT oder Umsatz. Aus diesem Verfahren gewonnene Erkenntnisse zur Bewertung des Zielunternehmens beinhalten keine Aussagen zu Control Premiums bzw. Synergiewerten.

### Vorteile:

Die marktseitige Bewertung enthält neben der eingehenden Unternehmenskennzahl auch wesentliche Einflüsse aus Industrietrends, Geschäftsrisiken, Marktwachstum etc. Damit ist die abgeleitete Bewertung ein zuverlässiger und marktnaher Indikator für ein Minderheitsinvestment in das Zielunternehmen.

### Nachteile:

Auch die sorgfältig ausgewählten Vergleichsunternehmen der Peer Group entsprechen nie zu 100% den Strukturen des Zielunternehmens. Außerdem gibt es für viele Unternehmen nur wenige börsennotierte Vergleichsunternehmen. Die jeweilige Gesamtstimmung an den Kapitalmärkten kann zu deutlichen Bewertungsunterschieden in einer bestimmten Zeitspanne führen, ohne dass fundamentale Änderungen im Zielunternehmen selbst stattgefunden haben.

## 2. Voraussetzungen

### **2.3.3. Precedent Transaction Analysis (PTA)**

Dieser Ansatz bewertet das Zielunternehmen auf Basis von tatsächlichen Transaktionen bzw. Kaufpreisen, die für vergleichbare Unternehmen gezahlt worden sind.

Vorteile:

Kürzlich getätigte Transaktionen können einen guten Eindruck über Angebot und Nachfrage und tatsächliche Preiskorridore für das Zielunternehmen geben. Der Ansatz beinhaltet implizit auch indikative Werte für Control Premiums. Ähnlich der CCA-Methode sind auch hier marktseitige Trends enthalten.

Nachteile:

Ähnlich der CCA-Methode ist die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen nie zu 100% gewährleistet. Die zum Vergleich herangezogenen Transaktionen sollten nicht zu weit zurückliegen, da sonst eine Vergleichbarkeit aufgrund marktseitiger Bewertungsänderungen nicht mehr gegeben ist.

Die Verfügbarkeit von Transaktionsdetails ist häufig limitiert und der Anteil des Control Premiums in Bezug auf die reine kapitalmarktseitige Bewertung ist bei nicht börsennotierten Zielunternehmen nicht transparent. Control Premiums bzw. Synergien werden sehr individuell durch den jeweiligen Käufer determiniert und können bei fehlender Transparenz zu missverständlichen Annahmen führen.

### **2.4. Der westeuropäische Telekommunikationssektor**

Vor dem Hauptteil dieser Arbeit, der Fallstudie eines LBOs eines westeuropäischen Incumbent-Telekommunikationsunternehmens, soll an dieser Stelle der westeuropäische TK-Sektor kurz charakterisiert werden.

#### **2.4.1. Überblick**

Der westeuropäische TK-Sektor zeichnet sich gegenüber anderen Infrastruktursektoren durch seine Vorreiterrolle in Bezug auf die Privatisierung ehemaliger, monopolistischer Staatsbetreiber (Incumbents) und die Liberalisierung der Märkte hin zu echtem Wettbewerb aus. Nahezu alle EU-15 Staaten haben ihre

## 2. Voraussetzungen

ehemaligen Staatsbetreiber zumindest teilprivatisiert und ihre Märkte für Wettbewerber geöffnet.

Nach der ausgeprägten Boomphase der 1990er Jahre, die nicht zuletzt aufgrund der o.g. Liberalisierungswelle und der Einführung der mobilen Kommunikation für den Massenmarkt zustande kam, befindet sich der Sektor nunmehr in einer Phase der Marktsättigung und Konsolidierung. Dieses gilt sowohl für den Bereich klassisches Festnetz als auch zunehmend für den Mobilfunk. Selbst der bis dato rasant wachsende Breitbandmarkt steht unter einem enormen Preisdruck, und läßt damit ebenfalls kaum Margensteigerungen zu. Im Gegenteil, das klassische Festnetz ermöglichte den Incumbents im Vergleich zum Breitbandgeschäft deutlich bessere Margen.

Konsequenterweise wandert im Zuge dieser Konsolidierung der Fokus der Telekommunikationsunternehmen immer mehr von Marktwachstumsstrategien in Richtung Kostenmanagement. Je mehr der TK-Sektor die Charakteristik eines Commodity-Marktes annimmt, desto mehr entwickeln sich Kostenvorteile zum wesentlichen strategischen Wettbewerbsvorteil.

Bis auf wenige Ausnahmen wie z.B. in Großbritannien, wo der ehemalige staatliche British Telecom-Konzern in rechtlich und wirtschaftlich selbständige Festnetz- und Mobilfunk-Einheiten aufgeteilt wurde, zeichnen sich die ehemaligen Staatsbetreiber im Vergleich zum Wettbewerbsumfeld nach wie vor durch wesentliche Besonderheiten aus:

- Komplexe, vollintegrierte Anbieter im Heimatmarkt, sowohl horizontal (Festnetz, Mobilfunk, Breitband/ Internet, Systemlösungen) wie auch vertikal (Netzinfrastuktur, Service, Vertrieb)
- Reorganisationsrestriktionen (aufgrund hohen gewerkschaftlichen Einflusses bzw. staatlicher Einflußnahme)

Beide o.g. Merkmale beinhalten offensichtlich ein signifikantes Optimierungspotenzial, ja sogar einen Optimierungszwang, um im aggressiven Wettbewerbsumfeld mithalten zu können.

## 2. Voraussetzungen

Auf der anderen Seite sind die Incumbents in ihren jeweiligen Heimatmärkten aufgrund ihres vollintegrierten Angebotsumfangs in der Regel noch immer deutlicher Marktführer.

Auch der Bekanntheitsgrad („Marken-Awareness“) ist gegenüber dem Wettbewerb meist signifikant höher.

### 2.4.2. Markttrends

Für den (westeuropäischen) TK-Sektor können folgende Trends bzw. Herausforderungen identifiziert werden: <sup>11</sup>

- Anhaltender Kostendruck

Der wachsende Wettbewerb seitens alternativer Anbieter von Breitband- und Mobilfunkdiensten sowie im Systemgeschäft führt nach wie vor zu Marktanteilsverlusten bei den Incumbents.

Der Kostensenkungsdruck bei Incumbents wird dadurch auch in den kommenden Jahren enorm hoch bleiben. Reine Personalreduktionen werden dabei nicht ausreichen, zur Aufrechterhaltung eines angemessenen Servicegrades müssen gleichzeitig auch die Geschäftsprozesse deutlich optimiert werden.

- Vereinfachung des Produktportfolios

Die überwiegend überdimensionierten und komplexen Produktportfolios westeuropäischer Incumbents sind nur unter hohem Personal- und Systemaufwand zu managen und noch dazu am Markt nur schwer kommunizierbar. Transparente, marktorientierte Angebote dagegen dürften mittelfristig den Managementaufwand deutlich senken, bei gleichzeitig höherer Kundenakzeptanz, in Summe bedeutet das also eine deutlich verbesserte Marge bei tendenziell geringerem Risiko.

---

<sup>11</sup> Vgl. Oliver Wyman (2006)

Experteninterview mit Herrn Rolf Kralisch, Head of SOX & Compliance Management / Corporate Governance, Detecon Consulting Schweiz

## 2. Voraussetzungen

- Steigerung des Online-Geschäfts

Bis dato werden bei Incumbents nur ca. 5% des Verkaufs über Online-Kanäle abgewickelt. Um mittel- bis langfristig die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, müssen Incumbents zukünftig mindestens ca. 50% ihrer Umsätze online abwickeln. Insbesondere Standardgeschäftsvorfälle bei Verkauf/ Abschluß und Verwaltung müssen auf Online-Abwicklung umgestellt werden, um das darin liegende Kostensenkungspotential zur Stärkung der Wettbewerbssituation zu verwenden.

- Standardisierung von Produkten

Der Anschluß und die Wartung von Festnetzanschlüssen für Sprach-, DSL- und Datendiensten umfaßt bis dato ca. 20% der gesamten operativen Kosten eines Incumbents. Die Einführung von standardisierten Produkten verspricht hier einen erheblichen Einspareffekt bei Produktentwicklung, Fehlerquote und im Kundenservice.

- Einführung von Konvergenzangeboten

Durch die o.g. Kosteneffizienz können die freigesetzten Mittel verstärkt für die Kombination mit Mobilfunkdiensten eingesetzt werden. D.h. bestehende Festnetzanbieter verbessern ihre Situation für die andauernde Marktbereinigung, in dem Sie entweder über Kauf von oder durch strategische Allianzen mit Mobilfunknetzanbietern, z.B. durch Aufbau von MVNO<sup>12</sup>-Angeboten. Insbesondere im Geschäftskundensegment bedeutet ein Konvergenzangebot aus Festnetz- und Mobilfunkdiensten ein immer wichtigeres Wettbewerbselement.

### 2.4.3. Regulatorische Trends

Für die Länder der Europäischen Union (EU) könnte sich schon in Kürze eine verschärfte Gangart gegenüber Incumbent-Netzbetreibern ergeben. Frau Viviane Reding, EU-Kommissarin für Informationsgesellschaft und Medien, hat

---

<sup>12</sup> MVNO steht für Mobile Virtual Network Operator. Dahinter verbirgt sich ein Mobilfunkdiensteanbieter ohne eigene Netzinfrastruktur. Ein MVNO kauft die Netzleistung bei einem Netzbetreiber ein, kümmert sich jedoch selbständig um die gesamte Produktgestaltung, Vermarktung und Kundenschnittstelle bis hin zur Rechnungsstellung.

## 2. Voraussetzungen

angekündigt, dass Sie eine Überarbeitung der europäischen Regulierungsgrundlagen ab Herbst 2007 plane. In diesem Zusammenhang sollen weitere regulatorische Zuständigkeiten von den nationalen Behörden hin zur EU-Ebene erfolgen. Thematisch steht dabei insbesondere die Trennung von Netzinfrastruktur auf der einen Seite und Betrieb/ Kundenservice auf der anderen Seite zur Diskussion.

Frau Reding vertritt die Ansicht, dass insbesondere die großen europäischen Incumbent-Telekommunikationskonzerne wie z.B. Deutsche Telekom und France Telecom die Wettbewerbssituation durch ihre besondere Marktstellung aufgrund eigener Netzinfrastruktur nach wie vor negativ beeinflussen.

Sie führt als Vorbild die Situation in Großbritannien an, wo auf Veranlassung des britischen Regulierers Ofcom die Netzinfrastruktur des Incumbent-Betreibers British Telecom in eine eigenständige Legaleinheit mit Namen Openreach ausgegründet worden ist. Zwar hält noch immer British Telecom die Beteiligung an dem Netzinfrastrukturunternehmen, jedoch ist aufgrund der legalen Trennung von Netz und Betrieb/ Service erstmals eine Transparenz bei den Wettbewerbsbedingungen gegeben. So ist Openreach verpflichtet, allen Wettbewerbern inklusive British Telecom identische Bedingungen und Preise für Netzleistungen anzubieten. Mit dieser Struktur dürfte das „Unbundling“ von Diensten vorankommen, und so zu mehr Transparenz und Wettbewerb im Markt führen. Z.B. halten im deutschen und französischen Breitbandmarkt noch immer die Incumbent-Betreiber ca. 80% der Anschlüsse mit der entsprechenden Marktdominanz bezüglich Bepreisung und Bündelung von Diensten.<sup>13</sup>

Änderungen der Regulierung in diesem Punkt sind seitens der nationalen Gesetzgeber der EU-Mitgliedsstaaten zustimmungspflichtig. Aufgrund der noch immer gegebenen Vernetzung von Politik und Incumbents, sei es aufgrund bestehender Beteiligungsverhältnisse des Staates an Incumbent-Betreibern oder durch schlichte politische Klientelpflege, ist sicherlich mit einigem Widerstand zu rechnen. Frau Reding hat jedoch schon bei der Umsetzung EU-weiter Obergrenzen für Roaminggebühren Durchsetzungsvermögen bewiesen. Sollte

---

<sup>13</sup> Jolis, A. (2007)

## 2. Voraussetzungen

sich Frau Reding auch im Punkt der Trennung von Netzinfrastruktur und Betrieb/Service durchsetzen, so fiel hier eine der letzten Bastionen und signifikanten Wettbewerbsvorteile von Incumbent-Betreibern.

### 2.4.4. Attraktivität des Sektors für Leveraged Buyouts

Der Sektor bietet eine außergewöhnlich Cashflow-starke und zugleich konjunkturunabhängige Struktur. Diese Kriterien sind besonders für LBOs von enormer Bedeutung. Die anhaltende Konsolidierungs- und Restrukturierungswelle eröffnet besonders für aktiv engagierte Investoren sehr interessante Gestaltungsmöglichkeiten mit entsprechenden Renditeaussichten.

Private Equity-Unternehmen mit Fokus LBO beteiligen sich daher zunehmend an Unternehmen des TK-Sektors insgesamt, aber auch spezifisch an Incumbents. Nicht trotz, sondern gerade aufgrund ihrer z.T. immer noch althergebrachten, weniger am Markt ausgerichteten Strukturen im Vergleich zu unter rein privatwirtschaftlichen Gesichtspunkten organisierten und ohne Altlasten angetretenen Wettbewerbern bieten Incumbents ein besonders hohes Konsolidierungs- bzw. Restrukturierungspotenzial. Dass Incumbents trotz der genannten spezifischen Ineffizienzen in aller Regel noch immer den weitaus größten Marktanteil und Bekanntheitsgrad in nationalen europäischen Telekommunikationsmärkten innehaben, kann nur als weiteres Argument für ein verstärktes Interesse von Private Equity-Firmen verstanden werden.

Datum	Ziel-Unternehmen	Private Equity-Unternehmen	Volumen mEUR
20.01.2006	TDC A/S (78.9% Anteil)	Apax; Providence Equity Partners; KKR; Blackstone Group; Permira	11.753
18.08.2006	Eircom Group Plc	Babcock & Brown	3.737
06.02.2006	Kabel Deutschland GmbH (KDG) (63.00% Anteil)	Providence Equity Partners	2.870
30.09.2006	Casema Holding BV	Cinven; Warburg Pincus	2.850
19.04.2007	Airwave O2 Limited	Macquarie Bank	2.845
24.04.2006	Deutsche Telekom AG (4.50% Anteil)	Blackstone Group	2.684
31.01.2007	Essent Kabelcom	Cinven; Warburg Pincus	2.600
13.03.2003	Kabel Deutschland GmbH	Apax Partners; GS Capital Partners; Providence Equity Partners	1.725
05.09.2003	Cablecom Holdings AG	Apollo Management; GS Capital Partners; Soros Private Equity Partners	1.371
31.10.2006	Kabel Baden-Wuerttemberg GmbH & Co. KG	EQT	1.300
08.06.2004	Debitel AG	Permira	658

Abbildung 3: Ausgewählte LBOs im europäischen Telekommunikationsmarkt seit 2003 <sup>14</sup>

<sup>14</sup> Eigene Zusammenstellung; Datenquelle: Mergermarket.com

#### **3. Leveraged Buyout der TDC A/S**

Ein großes Medienecho hat im Jahr 2006 die Übernahme der TDC A/S durch eine Gruppe von Private Equity-Unternehmen (sog. Clubdeal) hervorgerufen. Bei Redaktionsschluß dieser Arbeit ist es noch immer der größte LBO im TK-Sektor.

Die eigentliche Besonderheit der Übernahme von TDC A/S ist vor allem in der Tatsache zu sehen, dass es sich um einen Telekommunikationsanbieter handelt, der trotz Privatisierung und Marktliberalisierung für die Versorgung eines ganzen Landes mit Basisinfrastruktur und -diensten ist. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund dieses strategisch-nationalen Interesses unterliegt der TK-Sektor, insbesondere Incumbent-Betreiber, spezifischen Wettbewerbsbedingungen, die sich durch staatliche Regulierung und hoheitliche Verpflichtungen, wie z.B. Flächenversorgungsauftrag oder Betrieb von Netzen für Sicherheitsorgane kennzeichnen. TDC ist nach Eircom, dem Incumbent Operator Irlands, erst der zweite Fall einer LBO-Übernahme eines Incumbents in Westeuropa.

Die Analyse dieser spezifischen LBO-Übernahmen und der daraus folgenden Konsequenzen dürfte daher für viele Adressaten von besonderer Bedeutung sein. Dazu gehören neben den Anteilseignern, den Mitarbeitern, der interessierten Öffentlichkeit und der Finanzwelt nicht zuletzt auch sämtliche potenziell involvierten staatlichen Organe aus Legislative, Exekutive und Judikative.

Auch endet die Bedeutung vermutlich nicht an den Grenzen Dänemarks, sondern es dürften hier auch Entscheidungs- und Interessenträger aus den o.g. Bereichen anderer Staaten, die vor einer ähnlichen Entwicklung nicht nur im TK-Sektor, sondern auch in anderen Basisinfrastrukturbereichen stehen, die Analyse und Schlußfolgerungen aus dem TDC-Fall mit Interesse verfolgen.

Die o.g. Aspekte stellen gleichzeitig auch den wesentlichen Unterschied zu Übernahmen in traditionell privatwirtschaftlich-organisierten Industriesektoren wie z.B. Elektrotechnik, Maschinen- und Automobilbau dar.

Aufgrund der oben dargestellten speziellen Interessenlage, die auch durch die hohe Medienpräsenz dieser Übernahme unterstrichen wird, und nicht zuletzt der nach wie vor bestehenden Börsennotierung von TDC A/S stehen deutlich mehr

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

und genauere Informationen zum Unternehmen und dem Beteiligungsprozess zur Verfügung als bei vielen anderen Private Equity-Übernahmen.

*„A much higher degree of transparency is available about the PEG takeover of TDC than normally occurs on leveraged buyouts because the buyers failed to attract the 90% of shares necessary to de-list the stock from public trading and public reporting.“<sup>15</sup>*

Aufgrund der weiterhin bestehenden Börsennotierung von TDC A/S in Verbindung mit den einhergehenden Publizitätspflichten empfiehlt sich die TDC-Übernahme im Rahmen der Analyse eines Incumbent-LBO als geeignetes Objekt für diese Arbeit.

#### **3.1. Die Private Equity-Investoren**

Es soll ein kurzer Überblick über die einzelnen Private Equity-Häuser gegeben werden, mit Fokus auf Engagements und Erfahrung im TK-Sektor.

##### **3.1.1. Apax Partners<sup>16</sup>**

Apax Partners mit Hauptsitz in London gehört zu den führenden europäischen Private Equity Häusern mit einem globalen Investmentportfolio in Höhe von ca. mUSD 20.000. Der aktuelle Fonds Apax Europe VI umfaßt ein Volumen von ca. mEUR 4.300. Zu den Schwerpunktbranchen gehören u.a. Telekommunikation & Medien. Apax Partners investiert über eine Bandbreite von Late Venture bis hin zu Buyouts.

Wesentliche Einzelinvestments im TK-Sektor beinhalten:

Bezeq (Israels Incumbent Telekommunikationsanbieter), TIM Hellas (griechischer Mobilfunkbetreiber), Intelsat und Inmarsat (global operierende Satellitenbetreiber) sowie Kabel Deutschland (führender deutscher Kabelnetzbetreiber), Equinix/ Syntrix (britischer Anbieter von Breitband und

---

<sup>15</sup> Melody, W. H. (2006), S. 16

<sup>16</sup> Vgl. APAX Partners (2007)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Application Services mit Fokus öffentlicher Sektor), Starhome (Roaming VAS Plattform für Mobilfunkbetreiber und Mobifon (rumänischer Mobilfunkbetreiber)

#### **3.1.2. Blackstone Group** <sup>17</sup>

Blackstone wurde 1985 mit Hauptsitz in New York City gegründet. Seit Auflage ihres ersten Fonds im Jahre 1987 hat Blackstone ca. mUSD 11.300 in Form von Eigenkapital investiert. Der aktuelle Fonds BCP IV umfaßt ein Volumen von ca. mUSD 6.500. Seit 1993 hat Blackstone über mUSD 2.000 allein im TK-Sektor investiert, und gehört damit unter den Private Equity-Häusern zu den Experten in diesem Sektor. Der Investitionsschwerpunkt liegt dabei in Nordamerika und Europa.

Wesentliche Einzelinvestments im TK-Sektor beinhalten:

Centennial, Commnet (US Mobilfunkbetreiber), Grupo Iusacell (mexikanischer Mobilfunkanbieter), CTIMovil (argentinischer Mobilfunkbetreiber), Ish, Kabel Baden-Württemberg und Kabel NRW (deutsche Kabelnetzbetreiber), InterMedia (US Kabelnetzbetreiber), New Skies (globaler Satellitenbetreiber), Viatel (europäischer Telekommunikationsdienstleister für Geschäftskunden).

Dazu kommen weitere kleinere Investments bei Spezial- und Nischendiensteanbietern im TK-Sektor.

#### **3.1.3. Kohlberg Kravis Roberts** <sup>18</sup>

Kohlberg Kravis Roberts (KKR) ist eines der ältesten und das vielleicht bekannteste Private Equity-Unternehmen mit Fokus auf Management/ Leveraged Buyouts. KKR wurde 1976 mit Sitz in New York City gegründet.

In den gut 30 Jahren seit Gründung wurde in mehr als 130 Transaktionen mit einem Volumen von über mUSD 62.000 investiert. Aktuell verwaltet KKR ein Fondsvolumen in Höhe von ca. mUSD 11.500, darunter der ca. mUSD 6.000 starke KKR Millennium Fund L.P. und der mEUR 4.500 starke European II Fund.

---

<sup>17</sup> Vgl. Blackstone Group (2007)

<sup>18</sup> Vgl. Kohlberg Kravis Roberts & Co. (2007)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Wesentliche Einzelinvestments im TK-Sektor beinhalten:

PanAmSat (globaler Satellitenbetreiber), Nuvox Communications (US Telekommunikationsdienstleister), Broadnet Mediascape (deutscher Breitbanddiensteanbieter) and Zhone Technologies (US Netzwerkausrüster).

#### **3.1.4. Permira**<sup>19</sup>

Permira ist eines der führenden europäischen Private Equity-Unternehmen mit Sitz u.a. in Frankfurt und London. Die elf von Permira verwalteten Fonds umfassen ein Volumen von ca. mEUR 11.000. Seit 1985 wurden mehr als 270 Transaktionen durchgeführt. Der Permira Fonds Europe III umfaßt ein Volumen in Höhe von ca. mEUR 5.100 an Investorengeldern.

Permira verfügt mit ca. 30% seiner Investments im Bereich Telekommunikation und Technologie über eine starke Expertise in diesen Sektoren.

Wesentliche Einzelinvestments im TK-Sektor beinhalten:

Intelsat, Inmarsat (globale Satellitenbetreiber) und Debitel (größter deutscher netzunabhängiger Mobilfunkdiensteanbieter).

#### **3.1.5. Providence Equity Partners**<sup>20</sup>

Providence Equity Partners ist ein global agierendes US Private Equity-Unternehmen mit Sitz in Providence, Rhode Island. Providence verfolgt einen Investmentfokus in den Branchen Kommunikation, Information und Unterhaltung/Medien.

Aktuell befindet sich Eigenkapital in Höhe von ca. mUSD 9.000 unter Management. Darunter befindet sich der Providence Equity Partners V Fonds mit einem Volumen von allein ca. mUSD 4.250. Seit Beginn hat Providence in ein Beteiligungsportfolio von 80 Portfolio-Unternehmen in mehr als 20 Ländern investiert.

---

<sup>19</sup> Vgl. Permira (2007)

<sup>20</sup> Vgl. Providence Equity Partners (2007)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Wesentliche Einzelinvestments im TK-Sektor beinhalten:

VoiceStream Wireless, PanAmSat, AT&T Canada, Western Wireless, Eircom, Casema, Kabel Deutschland, Language Line, Metro-Goldwyn-Mayer, ProSiebenSat.1, Nextel, Warner Music Group, Recoletos, and Bresnan Broadband Holdings.

Bis zu dem TDC-LBO war Providence der erste und einzige Private Equity-Investor in einen europäischen Telekom-Incumbent, der irischen Eircom.

In den USA war Providence u.a. ein Investor der ersten Stunde bei Western Wireless, die unter anderem Voicestream hervorbrachte. Voicestream wiederum wurde im Jahr 2000 an die Deutsche Telekom AG verkauft und bildet heute die Basis des nordamerikanischen Mobilfunkgeschäfts der Deutschen Telekom.

#### **3.2. Das Zielunternehmen TDC**

##### **3.2.1. Heimatmarkt**

TDC ist der führende dänische Anbieter von Telekommunikationsdienstleistungen, hervorgegangen aus der ehemaligen staatlichen Telekommunikationsbehörde.

TDC betreibt im Rahmen eines vollständigen Angebots im Bereich Telekommunikationsdienste auch das größte TV-Kabelnetz in Dänemark und ist auch nach der Liberalisierung des dänischen Telekommunikationsmarktes nach wie vor der dominierende Marktteilnehmer.

1995 wurden die regionalen Telekommunikationstöchter in die Tele Danmark fusioniert. 1996 war der dänische TK-Sektor voll liberalisiert, Tele Danmark wurde 1998 schließlich komplett privatisiert.

Im Ländervergleich gehört Dänemark zu den modernsten und best entwickelten Staaten im Sinne von Telekommunikationsinfrastruktur, Dienstportfolio, Tarifstrukturen und Marktpenetration. Auf Basis des „Digital Opportunity Index“ der International Telecommunication Union (ITU) wird Dänemark in Europa sogar als das führende Land genannt, weltweit nach Südkorea und Japan immerhin als das Drittbeste.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Vgl. ITU/ UNCTAD (2007), S. 152 u. S. 163

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

#### **3.2.2. Strategische Allianzen**

Im Jahr 1997 trat Tele Danmark in eine strategische Allianz mit Ameritech, später SBC, einem US-amerikanischen Telekommunikationsanbieter. Ameritech/ SBC übernahm dabei ca. 42% der Tele Danmark Anteile.

Im Jahr 2000 änderte Tele Danmark seinen Firmennamen in TDC. Im gleichen Zuge wurde die Struktur den neuen Marktbedingungen angepasst, zum einen um mehr Transparenz der einzelnen Geschäftsbereiche zu ermöglichen, zum anderen um die Kundenausrichtung zu erhöhen. Im Jahr 2004 beendete SBC die strategische Allianz mit TDC und verkaufte seine TDC Anteile.

Ende des Jahres 2005 kam es schließlich zum öffentlichen Übernahmeangebot durch das unter Abschnitt 3.1 dargestellte Private Equity-Konsortium unter dem legalen Dach der Nordic Telephone Company (NTC). Im Rahmen dieses Übernahmenangebots erhielt NTC 87,9% der TDC-Anteile.

#### **3.2.3. Internationale Beteiligungen vor der Übernahme**

Zum Zeitpunkt der Übernahme durch NTC war TDC nicht nur der dominante dänische Telekommunikationsdienstleister, sondern auch ein international aufgestellter Telekommunikationsanbieter mit folgenden Aktivitäten/ Beteiligungen in Europa und im Mittleren Osten.

- Österreich

ONE, Österreichs drittgrößter Mobilfunkbetreiber.

- Finnland

TDC Song, Telefonie- und Breitbandanbieter in Finnland. Teil des Konzernbereichs TDC Solutions.

- Deutschland

Talkline, Deutschlands drittgrößter Mobilfunkprovider (MVNO).

- Ungarn

Mehrheitsbeteiligung an HTCC (Hungarian Telephone & Cable Corp.). HTCC ist größter alternativer Anbieter von Telefonie, ISDN, Internet, Breitband und weiteren

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Telekommunikationsdienstleistungen in Ungarn und besitzt eine signifikante Netzinfrastruktur, u.a. Fiber-Optik Netze.

- Norwegen

TDC Song, Telefonie- und Breitbandanbieter in Norwegen. Teil des Konzernbereichs TDC Solutions.

- Oman

In einem Joint Venture mit Qtel (Qatar Incumbent) führt TDC ein Mobilfunknetz im Oman (Nawars) im Rahmen eines Management-Vertrages.

- Polen

TDC ist Miteigentümer von Polkomtel, einem polnischen Mobilfunkbetreiber mit Markennamen Plus GSM.

- Schweden

TDC Song hat seinen Hauptsitz in Stockholm, mit operativen Einheiten neben Schweden auch in Finnland und Norwegen, und ist Teil des Konzernbereichs TDC Solutions. Die Basis des Dienstangebots von TDC Song stellt ein skandinavienweites Fiber-Optic Netz dar. Desweiteren unterhält TDC in Schweden mit TDC Dotcom einen Anbieter von Telekom- und Data-Ausrüstung.

- Schweiz

TDC besitzt mit TDC Switzerland den größten alternativen Anbieter von Festnetz-, Mobilfunk-, Internet- und Datendiensten. Die Dienste werden unter der Marke „sunrise“ vermarktet. Außerdem bietet TDC Switzerland ein internetbasiertes Mobilfunkangebot unter der marke „yello“ an.

- Intranationale Transmission

TDC ist Miteigentümer folgender Transmissions-Gemeinschaftsunternehmen (Minderheitsbeteiligungen):

- I/S DBTG (Danish Baltic Telecommunications Group),  
Kabelverbindung zwischen Kaunas, Vilnius und Grenze zu Polen

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

- I/S DPTG (Danish Polish Telecommunications Group), Kabelverbindung durch Polen
- I/S DRTG (Danish Russian Telecommunications Group), Ost-West-Kabelverbindung zwischen Westeuropa und Japan/ Korea

#### 3.2.4. Produktportfolio und Finanzkennzahlen

Die folgenden Grafiken geben einen guten Überblick über das Produktportfolio zum Zeitpunkt des LBOs, heruntergebrochen auf die einzelnen Konzernbereiche, sowie die Umsatz- und EBITDA-Entwicklung auf Konzernebene der Jahre 2001 bis 2006.

Für das Jahr 2006 erfolgt die Zuordnung der Umsatz- und EBITDA-Ergebnisse ebenfalls auf Bereichsebene.

	Products	Geography	Market position	Market share <sup>(a)</sup>	Main competitors
<b>TDC Solutions</b>	Landline Broadband/Data services	Denmark	No 1 No 1 <sup>(b)</sup>	81% 71% <sup>(b)</sup>	Telia/Telenor*/Tele2* Telenor*/Tele2*
<b>TDC Mobile Nordic</b>	Mobile operator	Denmark	No 1	41%	TeliaSonera/Telenor*/ Tele2*/"3"
<b>Cable TV</b>	Cable modem broadband Broadband	Denmark	No 1	55% 16%	TeliaStofa/Antenna Associations
<b>sunrise</b>	Mobile operator Landline Broadband Dial-up	Switzerland	No 2/3 No 2 No 3 No 2	19% 13% 11% 24%	Swisscom/Tele2/Cablecom Swisscom/Orange Swisscom/Cablecom Swisscom
<b>Polkomtel <sup>(c)</sup></b>	Mobile operator	Poland	No 2	31%	Era/Orange
<b>Talkline<sup>(d)</sup></b>	MVNO	Germany	No 3 <sup>(d)</sup>	16% <sup>(d)</sup>	debitel/Mobilcom
<b>One<sup>(e)</sup></b>	Mobile operator	Austria	No 3	21%	A1/T-Mobile/Drei
<b>HTCC</b>	Landlines/Internet	Hungary	No 2 <sup>(f)</sup>	20% <sup>(f)</sup>	Matav

(a) TDC Solutions, TDC Mobile Nordic, TDC Cable TV and sunrise figures are as of YE 2006

(b) Refers to market share of retail DSL

(c) In the process of being sold

(d) Talkline divested, June 2007. Share of service provider market

(e) TDC ownership part of a sales process

(f) Incl. Invitel

\* Same ownership as of May 2007.

Abbildung 4: TDC Group - Portfolioübersicht <sup>22</sup>

<sup>22</sup> TDC (2007m), S. 11

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

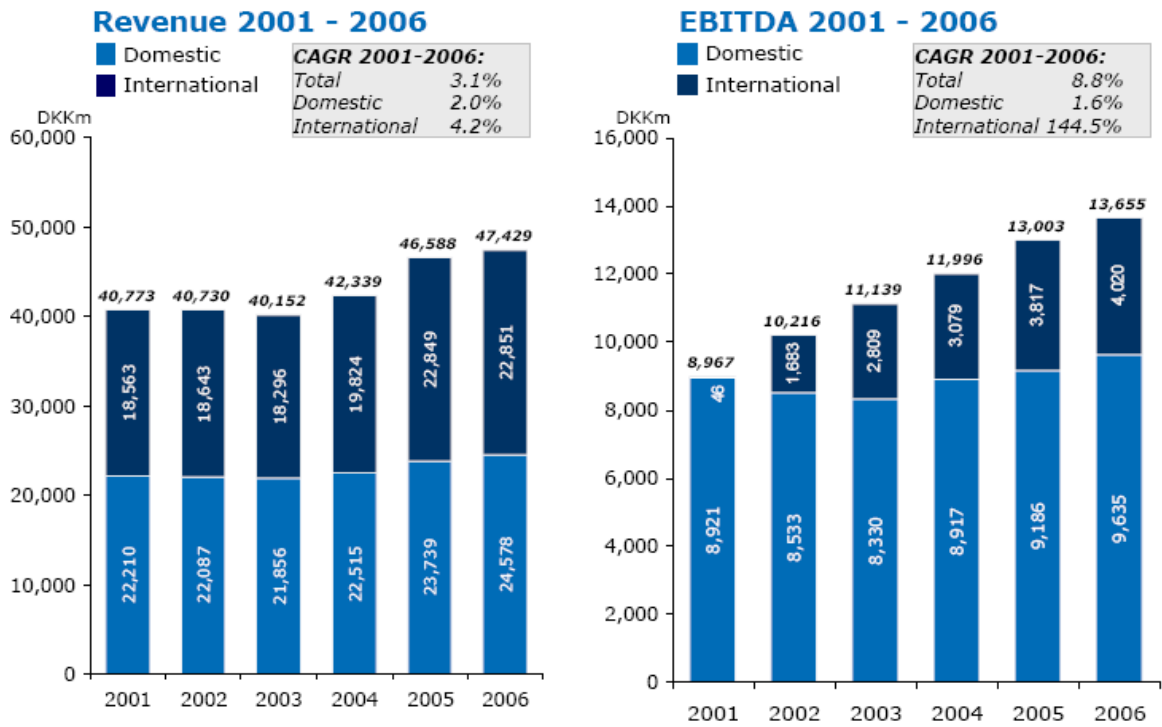


Abbildung 5: TDC Group - Umsatz und EBITDA 2001 bis 2006 <sup>23</sup>

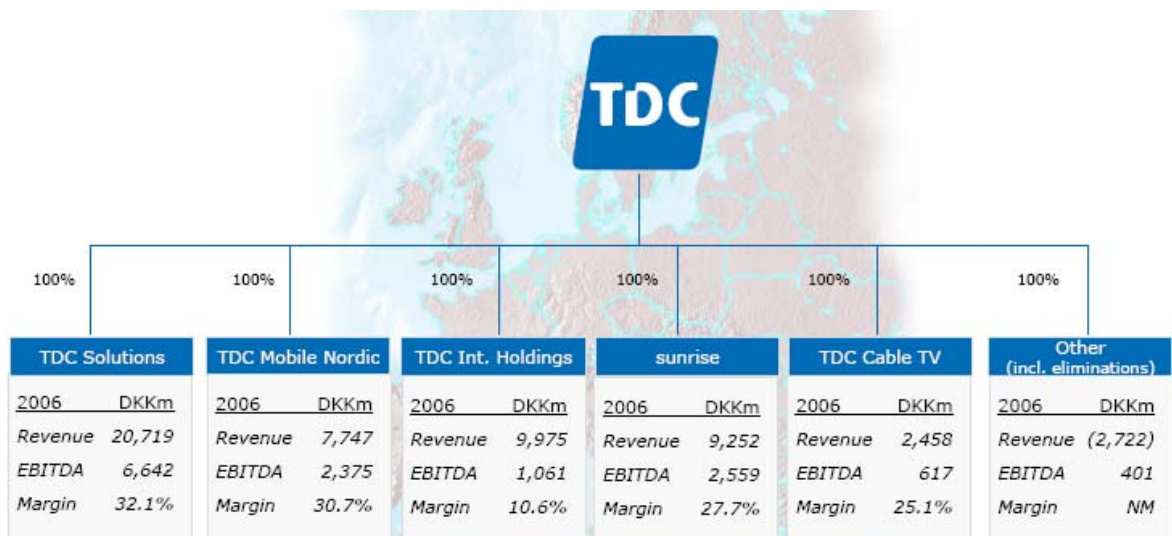


Abbildung 6: TDC Group - Umsatz und EBITDA 2006 nach Konzernbereichen <sup>24</sup>

<sup>23</sup> TDC (2007m), S. 12

<sup>24</sup> TDC (2007m), S. 9

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

#### 3.2.5. Neuausrichtung der Unternehmensstrategie

Im Vorfeld bzw. bei Vollzug der Übernahme von TDC war aufgrund einer eher zurückhaltenden Informationspolitik des Investoren-Konsortiums außenstehenden Beobachtern noch nicht klar, ob und in welchem Umfang eine strategische Neuausrichtung von TDC erfolgen würde. Erst nach der Übernahme wurden die Grundzüge der zukünftigen Positionierung des TDC-Konzerns erkennbar.

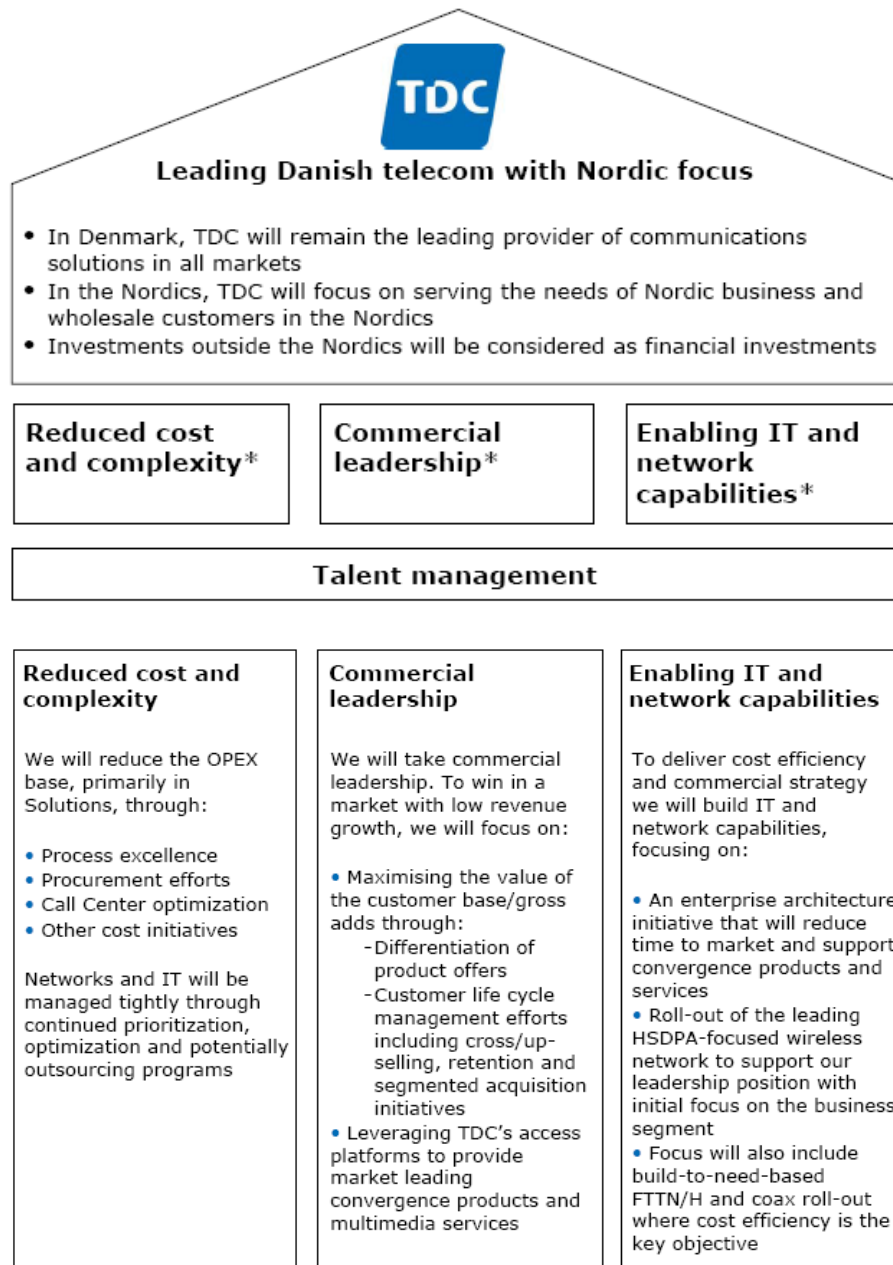


Abbildung 7: TDC-Strategie <sup>25</sup>

<sup>25</sup> TDC (2007m), S. 13-14

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Die Unternehmensstrategie von TDC wird in drei wesentlichen Punkten beschrieben:

- Vollintegriertes Telekommunikationsangebot in Dänemark
- Kostenführerschaft durch operative Effizienz
- Internationaler Fokus auf skandinavische Märkte in Verbindung mit
  - Kundenfokus auf Geschäftskunden
  - Produktfokus auf Konvergenzangebote

TDC bleibt demnach ein vollintegrierter Telekommunikationsanbieter im Heimatmarkt Dänemark.

Der Ansatz der Kostenführerschaft durch operative Effizienz ist nun explizit Teil der Unternehmensstrategie, was auf umfassende Maßnahmen zur Umsetzung schließen lässt.

TDC wird den internationalen Fokus zukünftig auf die skandinavischen Länder (Norwegen, Schweden und Finnland) richten und dabei das Angebot von Konvergenzprodukten zwischen Breitband, IP-basierter Telefonie, klassischem Festnetz und Mobilfunk stärker herausstellen.

Der Konvergenzansatz zielt dabei insbesondere auf das margenstärkere Geschäftskundensegment. Auch die neu formulierte geografische Ausrichtung orientiert sich vor allem an den stark miteinander vernetzten Strukturen der Wirtschaft im skandinavischen Raum.

Basis der Umsetzung der Konvergenzstrategie sind dabei im wesentlichen MVNO-Vereinbarungen mit existierenden Netzbetreibern in den Ländern, in denen TDC keine eigene oder keine ausreichende Mobilfunkinfrastruktur unterhält.

Dieser Ansatz soll es TDC relativ kurzfristig erlauben, seine Mobilfunkprodukte und -dienste flächendeckend über die gesamte Region anzubieten. In diesem Kontext wurde vor kurzem ein MVNO-Vertrag mit Tele2 in Schweden abgeschlossen. Mit DNS in Finnland und Telenor in Norwegen sind ähnliche Vereinbarungen im fortgeschrittenen Stadium.

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Jens Alder, President und CEO von TDC A/S machte zu der neuen strategischen Ausrichtung des Unternehmens Ende März 2006 folgende Aussage:

*„We are witnessing a strong trend among the Nordic business customers operating in the entire Nordic region towards demanding one full-service provider with uniform prices, products, and services across the borders. Having our own mobile operation in Norway, Finland, and now also in Sweden has strengthened TDC in the competition to gain market shares in the fast-growing Nordic business market ... There is a great demand for pan-Nordic solutions as many companies are changing from being national into being genuinely Nordic companies. TDC aims at gaining a larger market share than the competitors, and therefore, focus on pan-Nordic solutions is only natural.“*<sup>26</sup>

Bisher sind TDC Festnetz- und Breitbandkunden in Finnland, Schweden und Norwegen noch bei anderen Mobilfunkanbietern unter Vertrag. Durch die Angebotserweiterung auch auf Mobilfunklösungen kann nicht nur das Angebotsspektrum für die bisherigen Kunden bis hin zu Konvergenzprodukten deutlich aufgewertet werden, sondern auch die Akquisitionswahrscheinlichkeit bei potenziellen Neukunden im margenträchtigen Geschäftskundensegment dürfte deutlich steigen. Im Gegenzug werden reine Privatkundenangebote in diesen Ländern zurückgezogen.

Der Geschäftskundenanteil von TDC beträgt umsatzmäßig ca. mDKK 11.000 p.a. Von den ca. mDKK 6.000 Umsatz dänischer Geschäftskunden hat mindestens ein Anteil von 25% eine starke Ausrichtung in die skandinavischen Länder.<sup>27</sup>

### **3.3. Die Übernahmetransaktion**

#### **3.3.1. Struktur der Übernahme**

Am 01. Februar 2006 wurde TDC A/S durch ein Konsortium von Private Equity-Firmen im Rahmen eines LBOs übernommen. Das Konsortium agierte dabei über die Zweckgesellschaft Nordic Telephone Company ApS (NTC ApS).

---

<sup>26</sup> TDC (2007e)

<sup>27</sup> Vgl. TDC (2007e)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Die zentrale Zweckgesellschaft für das Investment der Private Equity-Unternehmen und ihrer Investorenpartner ist die in Luxemburg ansässige Angel Lux Common S.a.r.l. An dieser Gesellschaft sind die Kapitalfonds der genannten Private Equity-Unternehmen zu insgesamt etwa 95,9% beteiligt. Die übrigen Anteile in Höhe von ca. 4,1% sind nicht offengelegt. Hier könnten z.B. einzelne, handelnde Personen der Private Equity-Firmen direkt beteiligt sein (sog. Co-Investment).

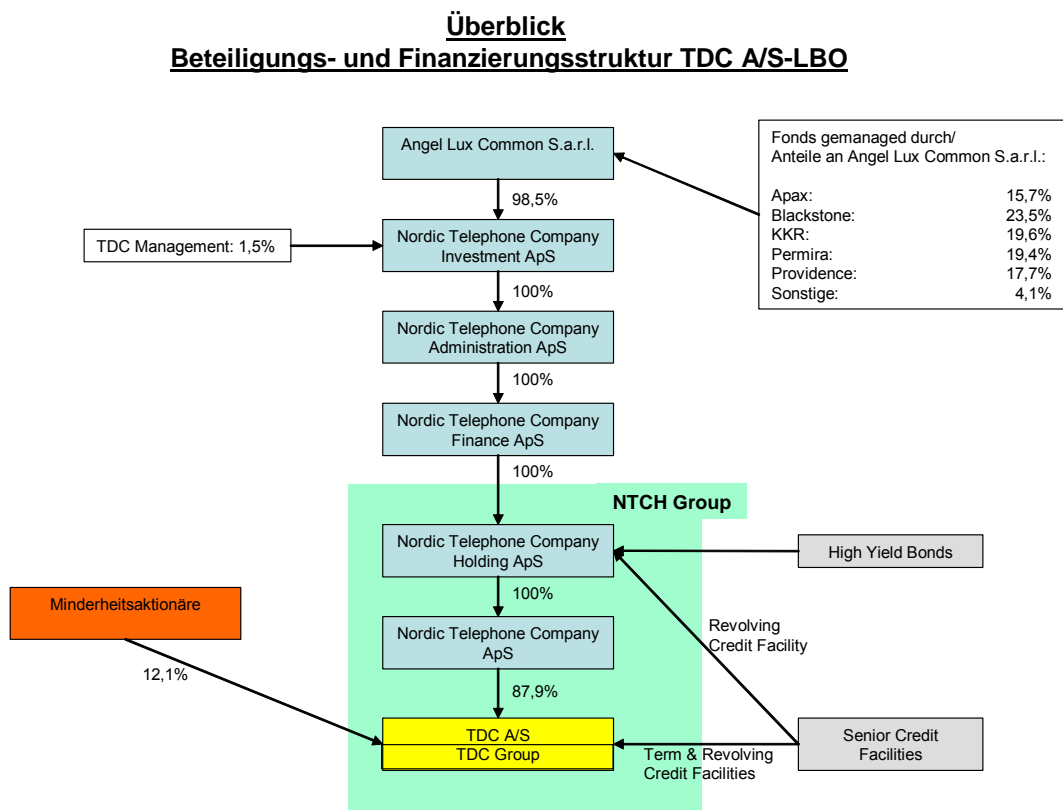


Abbildung 8: Beteiligungsstruktur im Überblick <sup>28</sup>

Auf Ebene der NTCH ApS wird zusätzlich zu den Eigenkapitalmitteln der Investoren die Fremdfinanzierungskomponente des LBOs integriert. Die gesamten Mittel der NTCH ApS, bestehend aus Eigen- und Fremdkapital, wurden der direkten Beteiligung NTC ApS für die Übernahme der TDC A/S zur Verfügung gestellt. NTC ApS ist die direkte Beteiligungsholding der TDC A/S und hält ca. 87,9% des stimmberechtigten Eigenkapitals der TDC A/S. <sup>29</sup>

<sup>28</sup> Eigene Grafik; in Anlehnung an NTCH (2007), S. 156

<sup>29</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 156

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Die Beteiligung des Managements des Zielunternehmens TDC A/S ist nicht auf Ebene der Angel Lux Common S.a.r.l. vollzogen worden, sondern im Rahmen einer Kapitalerhöhung der NTCl ApS, d.h. auf Ebene der obersten dänischen Zweckgesellschaft, direkt unterhalb der Angel Lux Common. Das TDC-Management hält ca. 1,46% des Eigenkapitals der NTCl ApS.<sup>30</sup>

Ein wesentliches Ziel im Rahmen der Übernahme, die geplante, vollständige Rücknahme der Börsennotierung von TDC nach einem Squeeze-out ist aufgrund der verfehlten Mindestübernahmequote von 90% der Aktien, und darauffolgenden Einsprüchen verbliebener Minderheitsaktionäre zunächst verzögert und letztendlich durch ein Gerichtsurteil des dänischen Eastern High Court gescheitert. NTC ApS hat in einer Pressemeldung vom 20.6.07 bekanntgegeben, auf weiteren Einspruch zu verzichten, womit das Urteil nunmehr rechtskräftigen Charakter besitzt.<sup>31</sup>

#### 3.3.2. Finanzierung der Übernahme

Der Kaufpreis dieser Transaktion lag bei knapp über mDKK 82.000 (inkl. Fremdkapital-Übernahmeangebot) und beinhaltet ca. 87,9% der TDC A/S-Aktien. Der TDC-LBO wurde zum größten Teil durch Fremdkapital gedeckt, das durch das TDC-Vermögen besichert ist. Der Eigenkapitalanteil aus dem Private Equity-Fonds beträgt nur ca. mDKK 18.700 (ca. mEUR 2.500) oder ca. 23% der Gesamtfinanzierung. Aufbauend auf die Eigenkapitalmittel wurden mEUR 6.500 durch vorrangig besicherte Darlehen sowie ca. mEUR 2.000 durch nachrangige High Yield Bonds finanziert. Ein weiterer geplanter, revolvingender Kredit in Höhe von ca. mEUR 700 für die Betriebsmittel- und Investitionsfinanzierung mußte (bisher) nicht in Anspruch genommen werden.

Die Überfinanzierung von ca. mEUR 360 ist vor dem Hintergrund erklärbar, dass das Bieterkonsortium ursprünglich eine Mindestübernahmequote von 90% avisierte, um später über ein Squeeze-out die Minderheitsaktionäre abfinden zu

---

<sup>30</sup> Vgl. TDC (2006g)

Vgl. TDC (2006i)

<sup>31</sup> Vgl. TDC (2007p)

Vgl. TDC (2006b)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

können, tatsächlich wurde dieses Ziel wie schon beschrieben knapp verfehlt. Als Konsequenz wurde die schon vorbereitete Übernahme von Mitarbeiteraktien rückgängig gemacht, die Beteiligungsquote verringerte sich damit von zunächst berechneten 88,2% auf 87,9%.<sup>32</sup>

Mittelverwendung				Mittelherkunft			
	mEUR	mDKK	%		mEUR	mDKK	%
Kaufpreis für das Eigenkapital	8.786,0	65.543,6	74,8%	Eigenkapital - Private Equity Investor	2.469,1	18.419,5	21,0%
Refinanzierung bestehender Nettoverbindlichkeiten	1.770,0	13.204,2	15,1%	Eigenkapital - Management	37,6	280,5	0,3%
<b>Kaufpreis insgesamt</b>	<b>10.556,0</b>	<b>78.747,8</b>	<b>89,9%</b>	<b>Eigenkapital insgesamt</b>	<b>2.506,7</b>	<b>18.700,0</b>	<b>21,3%</b>
Transaktionskosten (ca. 1% des KP)	129,9	969,0	1,1%	Vorrangige, besicherte Darlehen			
Überfinanzierung*	357,8	2.669,3		Senior A	1.576,0	11.757,0	13,4%
				Senior B	2.465,0	18.388,9	21,0%
				Senior C	2.465,0	18.388,9	21,0%
				<b>Vorrangige Darlehen insgesamt</b>	<b>6.506,0</b>	<b>48.534,8</b>	<b>55,4%</b>
				Nachrangige Darlehen			
				High Yield Notes	2.031,0	15.151,3	17,3%
<b>Transaktionsvolumen</b>	<b>11.043,7</b>	<b>82.386,0</b>	<b>94,0%</b>	<b>Transaktionsfinanzierung</b>	<b>11.043,7</b>	<b>82.386,0</b>	<b>94,0%</b>
Work.Cap.-Finanzierung (nicht benötigt)	350,0	2.611,0	3,0%	Revolvierender Kredit (nicht benötigt)	700,0	5.222,0	6,0%
CAPEX-Finanzierung (nicht benötigt)	350,0	2.611,0	3,0%				
andere (nicht benötigt)							
<b>Gesamter Finanzierungsbedarf</b>	<b>11.743,7</b>	<b>87.608,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>Gesamte Finanzierungsmittel</b>	<b>11.743,7</b>	<b>87.608,0</b>	<b>100,0%</b>

Wechselkurs DKK/EUR: 7,46

\*: Finanzierung überschreitet das Transaktionsvolumen geringfügig

Abbildung 9: TDC-LBO - Finanzierungsstruktur im Überblick<sup>33</sup>

Die Gesamtverschuldungssituation (NTCH Group inkl. TDC) per Juni 2007 in Folge der LBO-Transaktion ist in folgender Abbildung dargestellt. In der Übersicht sind vorzeitige Tilgungen von vorrangigen Krediten in Höhe von ca. mEUR 900 (ca. mDKK 6700) berücksichtigt.

Wie in der Grafik gut zu sehen ist, wird die eigentliche Kraftprobe im Sinne der Tilgungsfähigkeit erst in den Jahren 2014 bis 2016 auftreten, sofern vorab keine weiteren, vorzeitigen Sondertilgungen erfolgen. Weitere große Sondertilgungen während der Haltezeit sind jedoch nicht im strategischen Interesse der Private Equity-Investoren, da so das Ausschüttungspotenzial an das Eigenkapital entsprechend beschnitten würde. Viel eher ist zu vermuten, dass eine Refinanzierung der in den Jahren 2014 bis 2016 anstehenden Tilgungen auf dann

<sup>32</sup> NTCH (2007), S. 5-6

<sup>33</sup> Eigene Grafik, in Anlehnung an NTCH (2006), S. 3-4

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

neue, langfristige Kredite erfolgen wird, um eine gestreckte und gleichmäßigere Belastung des Cashflows zu ermöglichen.

#### Maturity profile of NTCH debt

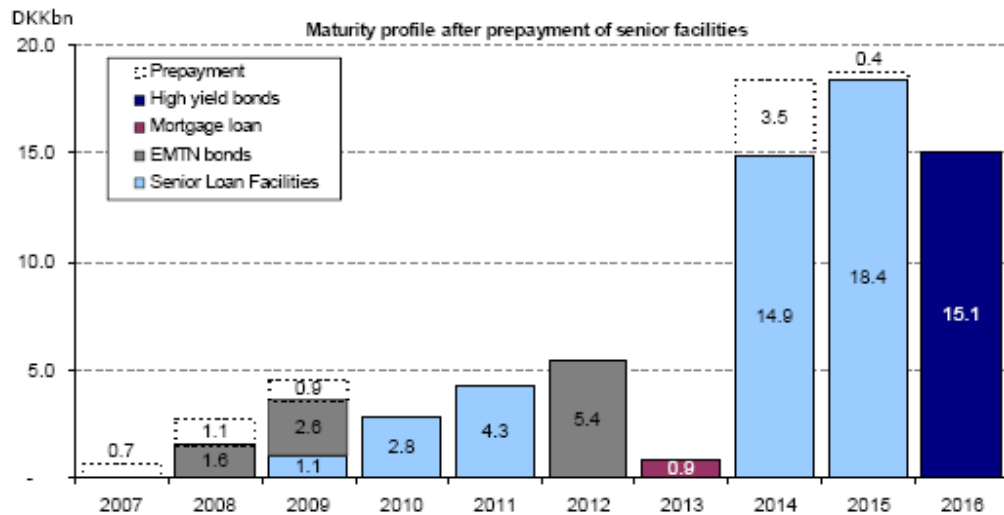


Abbildung 10: NTCH Group (TDC konsolidiert) - Fremdkapital Fälligkeitsprofil <sup>34</sup>

#### 3.3.3. Definition und Abgrenzung des Begriffs „Portfolio-Unternehmen“

Aufgrund der Besonderheiten der aufgezeigten Übernahmestruktur,

- des Verbleibs von Minderheitsgesellschaftern an TDC A/S und
- des vorläufigen Verbleibs von Teilen der Finanzierungsstruktur auf Ebene NTCH ApS,

soll an dieser Stelle eine Definition und Abgrenzung des im weiteren Verlauf benutzten Begriffs „Portfolio-Unternehmen“ erfolgen.

Um die Gesamtheit aller relevanten Daten einzubeziehen, wird für die am Ende dieser Arbeit durchgeführte Renditeberechnung der LBO-Investoren (beteiligtes Management und Private Equity-Fonds) die NTCH Group (NTCH) als das Portfolio-Unternehmen definiert, da sie die konsolidierte Gesamteinheit aus TDC Group (TDC), NTC ApS und NTCH ApS darstellt. Dieser Ansatz ist insofern

<sup>34</sup> TDC (2007m), S. 46

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

notwendig, da wesentliche Teile der zu berücksichtigenden Kapitalstruktur während der Haltezeit auf Ebene der NTCH ApS bilanziert sind (s.a. Abschnitt 3.3). Die Kapitalstruktur auf Ebene NTCH ApS hat einen zusätzlichen Einfluß auf den FCFE der Private Equity-Investoren, nicht jedoch auf den FCFE der direkt an TDC A/S beteiligten Minderheitsgesellschafter.

Entsprechend dem Analysefokus werden daher entweder TDC als die operativ aktive Einheit oder NTCH als die finanziell relevante Gesamteinheit synonym als das Portfolio-Unternehmen verwendet.

#### **3.4. Wesentliche Risiken des Investments**

##### **3.4.1. Wechselkurse**

Die abweichenden Währungen der Finanzierungs- zur operativen Seite von NTCH/ TDC beinhalten ein Wechselkursrisiko, insbesondere das Wechselkursverhältnis DKK zu USD war in den letzten Jahren ähnlichen Schwankungen ausgesetzt wie das EUR zu USD-Kursverhältnis.

Allerdings ist der Großteil der Finanzierung auf EUR-Basis abgeschlossen worden, insbesondere wurden die Term Loans vollständig auf EUR-Basis abgeschlossen, nur ein geringer Anteil von ca. 25% der High-Yield-Bonds wurde auf USD-Basis emittiert.

NTCH hat die USD nominierten Schulden jedoch umgehend nach Ausgabe der High Yield-Bonds gegen den EUR durch Swap-Hedges abgesichert.<sup>35</sup>

Eine drastische Veränderung des EUR-DKK-Wechselkurses ist aufgrund der starken wirtschaftlichen und finanzpolitischen Integration zwischen dem Euro-Raum und Dänemark nicht zu erwarten.

##### **3.4.2. Fremdkapitalkosten**

###### 1. Marktzinsen

NTCHs umfangreiche Fremdkapitalverpflichtungen aus dem Senior Facility Agreement (SFA) im Rahmen des LBOs führen zu einem gesteigerten Risiko bezüglich der Entwicklung der Kapitalmarktzinsen. Steigende Kapitalmarktzinsen, im vorliegenden Fall insbesondere auf EUR-Basis, mit geringerem Exposure auch

---

<sup>35</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 65

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

auf USD- und YEN-Basis, führen zu höheren Zinszahlungsverpflichtungen bei gleichzeitiger Verringerung des Unternehmensergebnisses, der Liquidität und möglichen Auswirkungen auf die Bonität (s. hierzu den folgenden Abschnitt).<sup>36</sup>

Das Risiko steigender Marktzinsen ist aufgrund der größtenteils variablen Zinsstruktur des SFA eines der wesentlichen Risiken für die weitere Entwicklung des Portfolio-Unternehmens und somit für den Beteiligungserfolg der Private Equity-Investoren. Eine Absicherung über Zinsswaps (Fest- gegen variablen Zins) kann dieses Risiko jedoch begrenzen, und wird auch seitens NTCH für Teile der Verbindlichkeiten angewendet.

#### 2. Rating

Ebenso wie steigende Kapitalmarktzinsen, so erhöht auch eine Verschlechterung des Unternehmensratings die Kosten für die Refinanzierung durch Fremdkapital. Im Zuge des TDC-LBOs und der einhergehenden Rekapitalisierung zugunsten einer deutlich erhöhten Fremdkapitalquote wurde das Rating von TDC A/S entsprechend verändert.

Standards & Poors hat am 11.04.2006 sein Rating für TDC A/S für langfristige Unternehmenskredite von „BB“ auf „BB-“ mit stabilem Ausblick und für die existierenden nachrangigen EMTN Bonds von „B“ auf „BB“ verringert. Das Rating für kurzfristiges Fremdkapital wurde bei „B“ belassen.<sup>37</sup>

Fitch Ratings hat am 12.04.2006 das Langfrustrating auf „BB-“ und das Kurzfrustrating auf „B“ festgesetzt. Die neue Senior Secured Facility im Rahmen des LBOs wurde mit „BB+“ und die existierenden EMTN-Bonds mit „BB-“ eingestuft.

Moody's hat am 13.04.2006 sein Rating für TDCs Langfristverbindlichkeiten von „Ba1“ auf „Ba3“ gesenkt.

Die neue Senior Secured Facility wurde mit „Ba2“ und die EMTN-Bonds von vorher „Ba1“ auf „Ba3“ eingestuft.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 74

<sup>37</sup> Vgl. TDC (2006d)

<sup>38</sup> Vgl. TDC (2006e)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

#### 3.4.3. Minderheitsaktionäre

Die aufgrund des gescheiterten Squeeze-out-Versuchs verbliebenen Minderheitsaktionäre können theoretisch zukünftige strategische und operative Entscheidungen beeinflussen, und sei es „nur“ durch Zeitverzögerungen. Die bei Minderheitsaktionären verbliebenen 12,1% liegen vornehmlich bei dänischen Pensionsfonds und TDC-Mitarbeitern.

Das ursprünglich geplante und bei Private Equity Transaktionen überwiegend übliche „Delisting“ des Zielunternehmens wurde durch einen rechtswirksamen Einspruch der Minderheitsgesellschafter verhindert.<sup>39</sup>

Minderheitsaktionäre mit einem Anteil von mindestens 10% können unter dem dänischen Unternehmensrecht u.a. Vetorechte bei wichtigen Unternehmensentscheidungen ausüben, außerordentliche Hauptversammlungen veranlassen oder eine unabhängige Prüfung der Bücher einfordern. Insbesondere kann die juristische Einforderbarkeit der Minderheitsrechte aufgrund langwieriger Gerichtsverfahren zu zeitlichen Verzögerungen von wichtigen Unternehmensentscheidungen führen.<sup>40</sup>

#### 3.4.4. Politik/ Regulierung

##### 1. Unternehmensbesteuerung

Dänemark hat im Rahmen einer Unternehmenssteuerreform im Jahr 2007 u.a. die Kriterien für den Abzug des Zinsaufwands verschärft. Wesentliche für vorliegende Fallstudie relevanten Merkmale der Tax Bill L213 lauten:

- Körperschaftssteuer sinkt von 28% auf 25% mit Wirkung von 01.01.2007
- Abzugsfähigkeit von Zinsaufwand wird stärker begrenzt (s.u.)

Existierende „Thin Capitalization Rules“ in Dänemark unterbinden den Abzug von Fremdkapitalzinsen, die einer Überschreitung einer Debt-Equity-Ratio von 4:1 zuzuordnen sind.

---

<sup>39</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 5

<sup>40</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 67

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

Die o.g. Regel bleibt weiterhin gültig, wird jedoch durch folgende Regeln ergänzt:<sup>41</sup>

- Vermögens-Regel: Fremdkapitalzinsabzug ist nur bis zu 6,5% des Unternehmensvermögens möglich (auf Basis der steuerlichen Bewertung des Unternehmensvermögens).
- EBIT-Regel: Fremdkapitalzinsabzug ist nur bis zu 80% des EBIT. Darüberliegender Zinsaufwand kann in Folgejahre vorgetragen werden.
- Steuerliche Abschreibungen auf Anlagevermögen der Telekommunikationsinfrastruktur dürfen zukünftig mit 7% p.a. degressiv abgeschrieben werden gegenüber bisher 25% degressiv.

Nach ersten Berechnungen seitens TDC wird die Tax Bill L213 einen Negativeffekt von annualisiert ca. mDKK 700 entfachen. Darüber hinaus wird ein Negativeffekt auf NTCH-Ebene von zusätzlichen mDKK 500 p.a. geschätzt. Der Gesamteffekt kann demnach mit ca. DKK 1.200m p.a. beziffert werden. Die Berechnungen basieren auf den bisherigen Planungen von TDC unter der Annahme, dass der Entwurf des Steuergesetzes L213 in der Regierungsfassung vom 18.04.2007 Umsetzung findet. Aufgrund der nichtvollständigen Erfassung des Jahres 2007 durch das neue Gesetz dürfte der steuerliche Effekt in 2007 unter den o.g. Zahlen liegen.

Der Grund für die zweistufige Auswirkung der neuen Steuergesetze liegt darin begründet, dass auf NTCH-Ebene zusätzliche Verbindlichkeiten betroffen sind.

Alle Unternehmen der NTCH Group mit Sitz in Dänemark werden gemeinschaftlich steuerlich veranlagt.

Jens Alder, CEO von TDC, betonte in einer Stellungnahme zu der Gesetzesinitiative, dass die strategische Neuausrichtung von TDC dadurch nicht berührt sei, sondern die schon eingeleiteten Maßnahmen zur Kostenreduzierung und Effizienzsteigerung vor dem Hintergrund der steuerlichen Neuregelungen wichtiger denn je seien.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> TDC (2007m), S. 48

<sup>42</sup> Vgl. TDC (2007f)

Vgl. TDC(2007g)

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

#### 2. Universaldienstverpflichtungen

Laut der EU Universal Service Obligation (USO) Direktive ist TDC als der Universal Service Provider (USP) Dänemarks eingestuft worden. Dieser Auftrag beinhaltet neben der geografischen auch eine preisliche Komponente. TDC muß im Rahmen des USO flächendeckend einen Basiskorb von Diensten für das dänische Staatsgebiet anbieten, und das zu gleichen Preisen, unabhängig von der geografischen Lage des Kunden. Eine Steuerung des betroffenen Geschäfts von TDC unterliegt damit nicht allein rein unternehmensstrategischen Aspekten im Sinne von Profitabilitätsüberlegungen. Diese Auflage stellt im Vergleich zum Wettbewerb eine Einschränkung des unternehmerischen Handelns dar.<sup>43</sup>

#### 3. Lizenzen

TDC hält Lizenzen für das Mobilfunkgeschäft in Dänemark und der Schweiz. Die UMTS (3G) Lizenzen haben eine Laufzeit bis 2021 in Dänemark und bis 2016 in der Schweiz.

Schon während der Laufzeit der Lizenzen können diese aufgrund von Verfehlen der Lizenzbedingungen durch die jeweilige nationale Regulierungsbehörde entzogen werden. Das bedeutet, dass z.B. eine geografische, quantitative oder qualitative Einschränkung des Dienstangebots aufgrund von geplanten, operativen Kosteneffizienzprogrammen nicht allein im Ermessen der kaufmännischen und strategischen Geschäftsinteressen der Unternehmensführung bzw. der Anteilseigner liegt. Auch hier müssen die im Rahmen der Lizenzregeln umgesetzten regulatorisch-politischen Interessen als notwendige Randbedingung beachtet werden.

Außerdem bestehen für die Zeit nach Lizenzablauf Unsicherheiten über die Lizenzverlängerung selbst, aber auch den möglichen Bedingungen einer Lizenzverlängerung. Diese bedingte „Going Concern“-Unsicherheit beeinflusst u.U. den Exiterlös.

Die lizenzseitigen Aspekte haben in jedem Fall eine erhebliche Auswirkung auf die Geschäftsausführung von TDC. Sie betreffen damit auch wesentlich die zukünftige kommerzielle Entwicklung des Unternehmens.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 81

<sup>44</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 82

### 3. Leveraged Buyout der TDC A/S

#### 4. Roamingerglöse

Kürzlich hat die EU eine Obergrenze für die Roaminggebühren innerhalb der Europäischen Union erlassen, die sowohl das Großhandels- und Endkundengeschäft betreffen.

Ohne eine quantitative Größenordnung nennen zu können, wird die kommerzielle Auswirkung auf TDC in jedem Fall negativ sein, d.h. zu Umsatz- und Profitabilitätseinbußen führen, die an anderer Stelle kompensiert werden müssen.<sup>45</sup>

#### **3.4.5. Wettbewerb**

TDC ist sowohl in Dänemark als auch im Ausland einem intensiven Wettbewerb ausgesetzt. Insbesondere vor dem Hintergrund vorab dargestellten USO-Regelungen können Wettbewerber im dänischen Markt sehr viel flexibler agieren und eine sogenannte „Cherrypicking“-Strategie verfolgen, d.h. ihr Produkt- und Dienstangebot sehr viel stärker an strategischen und kommerziellen Zielen ausrichten, sie müssen auch kein flächendeckendes Angebot bereitstellen. Zusätzlich dazu verfügen die Wettbewerber in der Regel über straffere Organisations- und Kostenstrukturen, da sie schon mit ihrer Gründung auf ein intensives Wettbewerbsumfeld ausgerichtet wurden. TDC muß dagegen, wie viele ehemalige staatliche Betreiber anderer Länder auch, mit der Last einer Vergangenheit als Behörde mit den entsprechenden z.T. noch immer bestehenden Ineffizienzen auskommen.

In den Auslandsmärkten fehlt TDC gegenüber den Wettbewerbern z.T. die Markenstärke, Finanzkraft und eine ausreichende Angebotspalette. Insbesondere in Märkten mit zunehmender Marktsättigung wird der Wettbewerb häufig über Preis- und damit indirekt über Kostenführerschaft geführt, was zu Margenerosion und Profitabilitätseinbußen führen kann.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 81

<sup>46</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 72-73

#### **3.4.6. Arbeitnehmervertreter**

Programme zur Steigerung der operativen Effizienz sind häufig mit Maßnahmen zur Personalreduzierung verbunden. Auch im TDC-Konzern sind nach der Übernahme durch das Private Equity-Konsortium entsprechende Maßnahmen geplant bzw. in der Umsetzungsphase.

Aufgrund der hohen Quote von in Gewerkschaften und Arbeitnehmervertretungen organisierten TDC-Mitarbeitern dürften allerdings die Freiheitsgrade des Managements zur Planung und Umsetzung von Personalreduzierungen gleichzeitig Grenzen unterliegen. Immerhin sind über 70% der TDC-Mitarbeiter organisiert.<sup>47</sup>

In letzter Konsequenz könnten aufgrund starker Widerstände der Belegschaft und ihrer Organisationen bestimmte Effizienzziele u.U. nicht (so schnell) erreicht werden, wie es aus betriebswirtschaftlicher Perspektive sinnvoll wäre.

---

<sup>47</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 24

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Die Private Equity-Investoren haben ein vorwiegendes Interesse an der Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bezogen auf das Eigenkapital, dem sogenannten *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*.

Strukturiert nach den Kategorien *Cashflow aus operativer Tätigkeit*, *Cashflow aus Investitionstätigkeit* und *Cashflow aus Finanzierungstätigkeit* sollen die wesentlichen Maßnahmen zur FCFE-Steigerung analysiert werden.

Die Maximierung der (Sonder-)Ausschüttungen auf Basis von zu erzielenden FCFE-Erhöhungen muß dabei unter Beachtung und Sicherung der Schuldendienstfähigkeit erfolgen. Dieses generelle Kriterium der Unternehmenssteuerung gilt im Fall eines LBOs umso mehr, da dieser per Definition mit einer stark erhöhten Verschuldung des Unternehmens einhergeht.

Kategorieübergreifend wird am Ende des Kapitels außerdem die Incentivierung des Managements des Portfolio-Unternehmens als grundlegende Bedingung einer erfolgreichen Entwicklung des Private Equity-Investments dargestellt.

#### 4.1. Cash-flow aus operativer Tätigkeit

Die Steigerung der Cashflows aus operativer Tätigkeit basiert auf der Beeinflussung von Umsatzes und Kosten, sie verlangt daher regelmäßig ein gutes Verständnis des Geschäftsmodells des Unternehmens, des Branchenumfelds sowie der internen Organisations- und Ablaufstrukturen.

Der intensive Einblick seitens der Private Equity-Investoren in das Unternehmen und seine Strukturen ist in der TDC-Fallstudie durch die Aktienmehrheit und der sich daraus ergebenden Rechte und Möglichkeiten sicherlich gewährleistet. Rein intern bedingte Ineffizienzen können somit unmittelbar analysiert und angegangen werden.

Die weiteres Potenzial beinhaltende Optimierung des Geschäftsmodells kann dagegen nur im Kontext der Branchenanalyse erfolgen. Das bedeutet, wesentliche Megatrends des TK-Sektors (s. Abschnitt 2.4) sind zu analysieren und in die strategische Neuausrichtung des operativen Geschäfts einzubeziehen.

##### 4.1.1. Umsatzsteigerungen

Wie schon dargestellt, befindet sich der westeuropäische Telekommunikationsmarkt in einer Konsolidierungsphase mit hohem

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Wettbewerbs- und Kostendruck. Vor diesem Szenario sind Umsatzsteigerungen aus dem operativen Geschäft heraus nur sehr schwer zu erreichen. Das gilt insbesondere für Incumbents, die im Festnetzgeschäft sogar unter fortlaufenden Umsatzeinbußen leiden. Aber auch im Mobilfunkgeschäft sind aufgrund des fortgeschrittenen Lebenszyklusses die Wachstumsraten der letzten Jahre nicht mehr zu erzielen, in Zukunft ist auch hier zunehmend von einem Verdrängungs- und Konsolidierungsszenario auszugehen.

Den oben dargestellten Marktentwicklungen kann sich auch TDC nicht entziehen. So sind trotz eines (geringen) Kundenzuwachses Umsatz und Ergebnis im ersten Quartal 2007 leicht zurückgefallen (Umsatz -1,1%; EBITDA -3,6%).

Jens Alder bezog mit folgender Aussage direkt Stellung zu o.g. Situation:

*"We are in a market with hardly any growth and at the same time prices continuously go down. That puts pressure on earnings and emphasizes the importance for us to focus on improving the efficiency of our business and reducing our costs so we can achieve satisfactory results in the future."*<sup>48</sup>

Wie aus den genannten Kennzahlen zu sehen ist, sind die operativen Kosten dabei weniger stark gefallen als die Erlösseite, was im konkreten Fall von TDC die allgemeine Einschätzung zur Situation europäischer Incumbents nachhaltig unterstützt.

Es bleiben demnach nur zwei grundsätzliche Ansätze zur Umsatzsteigerung:

- Investition in wachstumsstarke Märkte, bevorzugt durch M&A-Aktivitäten
- Schaffung neuer Produktkategorien, insbesondere im margenstärkeren Geschäftskundensegment

Größere Zukäufe sind vor dem Hintergrund der neuen geografischen Ausrichtung und der ohnehin angespannten Verschuldungssituation nicht zu erwarten. Für die produktorientierten Maßnahmen können die notwendigen Investitionen jedoch nur durch die Freisetzung von Mitteln an anderer Stelle gesichert werden.

---

<sup>48</sup> Vgl. TDC (2007h)

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Insgesamt wird eine Umsatzentwicklung für die nächsten Jahre erwartet, die sich zwischen Stagnation und der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts Dänemarks bzw. der skandinavischen Region bewegen dürfte.

### 4.1.2. Kostensenkungen

Die Analyse der möglichen Umsatzentwicklung führt zu der Erkenntnis, dass die Situation auf der Kostenseite verbessert werden muß, um eine Verbesserung des operativen Cashflows zu erreichen. Die Einflußmöglichkeiten des Managements zur Gestaltung der Kostenseite sind im Vergleich zur Umsatzseite ohnehin deutlich direkter und kurzfristiger realisierbar, da hier unternehmensinterne Fragestellungen im Vordergrund stehen.

Die Senkung der operativen Kosten wird dabei wesentlich durch die im Folgenden dargestellten Ansätze zu erreichen sein.

#### 4.1.2.1. Prozeßkosten

Ein klassischer Ansatz zur Optimierung der operativen Kosten sind Effizienzprogramme, wie der Einsatz von Six Sigma-Projekten bei stark standardisierbaren Tätigkeiten (CRM, Auftragsbearbeitung, Produktion, Wartung etc). Entwickelt wurde Six Sigma Mitte der 1980er Jahre in den USA bei Motorola, seinen großen Bekanntheitswert erlangte der Ansatz durch einen flächendeckenden Einsatz bei General Electric, angestoßen durch Jack Welch.

Viele namhafte Unternehmen unterschiedlichster Branchen setzen Six Sigma für die Optimierung erfolgreich ein und profitieren von z.T. signifikanten, hoch ergebniswirksamen Verbesserungen der Unternehmensprozesse. Vor allem die Ausrichtung am Kundennutzen und an der Meßbarkeit von Veränderungen macht den Ansatz enorm praxistauglich.<sup>49</sup>

Die Analyse der Wertschöpfungskette des Unternehmens mit Fokus auf den jeweiligen Wertbeitrag von Teilprozessen ist ein weiterer prozessorientierter Ansatz zur Kostenoptimierung. Auf Basis der Analyse können Make-or-buy-Entscheidungen getroffen werden, die einen effizienteren Einsatz der Unternehmensressourcen erlauben. Nicht-kerngeschäftsnahen Tätigkeiten mit noch

---

<sup>49</sup> Vgl. Roenpage, O./ Staudter, C./ Meran, R./ John, A./ Beernaert, C. (2006), S. 2

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

dazu niedriger Wertschöpfung bei hohem Aufwand können als solche identifiziert werden. Diese Teilprozesse lassen sich dann an Drittanbieter auslagern, das Unternehmen gewinnt mehr Spielraum für die eigenen Kerngeschäftstätigkeiten bei erhöhter Effizienz und verringertem Risiko. Die Auslagerung nicht-wertschöpfungsrelevanter Teilprozesse kann sowohl horizontaler als auch vertikaler Natur sein, d.h. die Wertschöpfungstiefe oder -breite betreffen.

TDC hat die Steigerung der operativen Effizienz sogar in der Unternehmensstrategie verankert (s. Abschnitt 3.2.5). Einsparpotenziale, die sich in der Personaleffizienz und Prozessqualität widerspiegeln, dürften konservativ zwischen 5% und 10% angenommen werden, stark korrelierend mit Personalreduktionen.

##### 4.1.2.2. Personalkosten

Ein wesentlicher Hebel für die Optimierung der operativen Kosten sind traditionell die Personalkosten. Dabei kann systematisch in die Kosten pro Mitarbeiter und die Gesamtkosten auf Basis der Mitarbeiterzahl unterschieden werden.

Die Kosten pro Mitarbeiter lassen sich in erster Linie über Lohnkürzungen senken, was häufig mit einem Motivations- und Qualifikationsverlust einhergeht. Trotzdem gibt es Phasen, in denen Lohnkürzungen notwendig und akzeptiert werden.

Viel häufiger jedoch werden Gesamtpersonalkosten im Sinne der Prozessanalyse optimiert, die im Abschnitt 4.1.2.1 schon angesprochen worden sind. D.h. notwendige Unternehmensprozesse werden vereinfacht, was dann indirekt zu weniger Personalbedarf führt und so eine Kostenentlastung für das Unternehmen bedeutet.

Auch im konkreten Fall von TDC setzt das Management Personalreduktionen im gesamten Konzern um. Diese Maßnahmen bilden den Hauptteil der kostenseitigen Cashflow-Optimierung auf operativer Ebene. Schon im Jahr 2006 wurde die Mitarbeiterzahl, bereinigt um Beteiligungsveräußerungen, um konzernweit 5,4% und innerhalb Dänemarks um 6% verringert. Der größte Rückgang der Mitarbeiterzahl wurde bei TDC Switzerland mit einem Minus von 8,5% verzeichnet.

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### Full-time equivalents <sup>1</sup>

EoP	2005	1Q 2006	2Q 2006	3Q 2006	4Q 2006	2006
TDC Solutions	12,231	11,946	11,876	11,782	11,395	11,395
- of which in Denmark	9,727	9,684	9,593	9,534	9,189	9,189
TDC Mobile International	2,434	2,397	2,414	2,423	2,428	2,428
- of which in Denmark	1,088	1,056	1,062	1,027	1,031	1,031
TDC Switzerland	2,454	2,421	2,264	2,261	2,246	2,246
TDC Cable TV	1,030	1,046	1,084	1,095	1,118	1,118
Others	2,076	2,017	1,979	1,885	1,824	1,824
- of which in Denmark	2,031	1,971	1,935	1,840	1,784	1,784
<b>TDC</b>	<b>20,225</b>	<b>19,827</b>	<b>19,617</b>	<b>19,446</b>	<b>19,011</b>	<b>19,011</b>
<b>TDC, domestic</b>	<b>13,876</b>	<b>13,757</b>	<b>13,674</b>	<b>13,496</b>	<b>13,122</b>	<b>13,122</b>

1) The number denotes end-of-period full-time equivalents including permanent employees, trainees and temporary employees. Furthermore, the number of full-time employee equivalents is exclusive of discontinued operations.

Abbildung 11: TDC Group-Mitarbeiterzahl (Vollzeitäquivalente) 2005 bis 2006 <sup>50</sup>

### 4.1.2.3. Vertriebskosten

Vertriebskosten sind ein wesentliches Element der Kundengewinnung im Telekommunikationsmarkt. Insbesondere Produkt-Sonderaktionen und Provisionen für Drittvermarkter können in stark wachsenden Märkten eine erhebliche Cashflow-Belastung herbeiführen, denn der Vertriebsaufwand ist sofort wirksam, während die Erfolge aus der Neukundengewinnung erst in der Zukunft generiert werden können. Aus Sicht eines Finanzinvestors sind hohe Akquisitionskosten für die Neukundengewinnung daher eher problematisch.

Im konkreten TDC-Fall führen die Veräußerungen von Beteiligungen, die insbesondere auch die wachstumsstarken Mobilfunkbeteiligungen in Osteuropa beinhalten, nicht nur zu einem unmittelbaren Zufluß aus den Verkaufserlösen, sondern gleichzeitig auch zu einer zur Gesamtkonzern-Kundenzahl überproportionalen Entlastung bei den Vertriebsaufwendungen. Sie unterstützen somit auch die beabsichtigte Senkung der operativen Kosten überproportional.

### 4.1.2.4. Einkaufskosten

Weiteres Einsparpotenzial bieten traditionell die Einkaufskosten für bezogene Materialien und Leistungen. Ein wesentlicher Kostenfaktor im Einkauf sind

<sup>50</sup> TDC (2007d), S. 22

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

regelmäßig die Transmissionskosten, verursacht durch Mietleitungen (Leased Lines) für den Transport außerhalb des eigenen Netzes.

Es gilt jedoch zu beachten, dass solche Potenziale häufig nur unter Beachtung von Vertragslaufzeiten zu realisieren sind, d.h. nicht sofort, sondern eher mittelfristig zum Tragen kommen, da erst mit Auslaufen bestehender Abnahmevereinbarungen Konditionenverbesserungen umsetzbar sind. Zusätzlich sind die Einsparmöglichkeiten zum großen Teil extern durch Marktangebot und -nachfrage bedingt und so für das Management nicht allein beeinflussbar. Zu hinterfragen ist in diesem Zusammenhang die Auswirkung auf die Kostensituation während der typischerweise begrenzten Haltedauer des Portfolio-Unternehmens durch den Private Equity-Investor. Wenn auch mit weniger Bedeutung als vorab genannte Maßnahmen, so ist die Senkung der Einkaufskosten im Hinblick auf den (vermutlich) noch einige Jahre entfernten Exit-Termin dennoch eine bewertungsrelevante Größe. Der Schwerpunkt verbesserter Einkaufsbedingungen ist jedoch eher bei den Investitionsausgaben (CAPEX) zu sehen, die jedoch in die Kategorie *Cashflow aus Investitionsausgaben* fallen (s. Abschnitt 4.2.4).

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.2. Cash-flow aus Investitionstätigkeit

In diesem Abschnitt sind im Wesentlichen drei Themenfelder zu untersuchen:

#### 1. Veräußerung (Kauf) von Unternehmensbereichen bzw. -beteiligungen

Der Verkauf von nicht-strategischen Konzernbereichen der TDC A/S gehört zu den direktesten und wichtigsten Maßnahmen, die relativ kurzfristig eine erhöhte Ausschüttungsfähigkeit an die Eigentümer (Aktionäre) sichern.

In diesem Zusammenhang wird häufig auch der Begriff Asset Stripping benutzt, was nichts anderes bedeutet als der profitable Einzelverkauf der Vermögenswerte eines Unternehmens.<sup>51</sup> Eine strategische Neuausrichtung von TDC ist nach der Übernahme durch das genannte Private Equity-Konsortium vorgenommen worden. Wesentliche internationale Beteiligungen außerhalb des geografischen Fokus Skandinavien, insbesondere, jedoch nicht ausschließlich, im Mobilfunkbereich, wurden zum Verkauf gestellt. Im Folgenden werden die seit der Einflußnahme durch das Private Equity-Konsortium schon realisierten und bis zu einem Exit hypothetisch noch zu realisierenden Desinvestitionen von TDC-Konzernbereichen einzeln dargestellt. Außerdem werden auch strategische Akquisitionen erfaßt.

#### 2. Entwicklung von Investitionsausgaben (CAPEX) im Rahmen des normalen Geschäftsbetriebs

Neben der Veräußerung von ganzen Unternehmensbereichen stellt die Entwicklung der Investitionsausgaben im Rahmen des normalen Geschäftsbetriebs die zweite Größe zur Beeinflussung des Cashflows aus Investitionstätigkeit dar. Der TK-Sektor ist dabei relativ zu vielen anderen Branchen ein investitionsintensiver Bereich, da insbesondere der Auf-/ Ausbau und der Ersatz der Netz- und IT-Infrastruktur regelmäßig signifikante Finanzmittel benötigen.

---

<sup>51</sup> Wieland, K. (2006)

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 3. Entwicklung des Nettoumlaufvermögens (Net Working Capital)

Wie zum Thema CAPEX oben dargestellt, ist der TK-Sektor relativ zu vielen anderen Branchen ein investitionsintensiver Bereich. Im Umkehrschluß bedeutet das auch, dass die Bedeutung des Umlaufvermögens vergleichsweise zu anderen Sektoren als niedriger einzustufen ist. Dennoch sollen mögliche Optimierungmaßnahmen dargestellt werden.

#### **4.2.1. Realisierte Verkäufe von Konzernbereichen**

##### 4.2.1.1. One

TDC gab per Pressemitteilung am 20.07.2007 bekannt, seine 15%-Beteiligung an dem österreichischen Mobilfunkanbieter ONE zu verkaufen. ONE ist der drittgrößte Mobilfunkanbieter in Österreich mit den größten Anteilseignern bestehend aus EON, Telenor und France Telecom/ Orange. ONE wird von einem Konsortium bestehend aus dem auf Zentraleuropa spezialisierten Finanzinvestor Mid Europa Partners und France Telecom übernommen. Der Verkaufspreis beträgt ca. mEUR 1.300, bezogen auf den TDC-Anteil von 15% entfallen damit ca. mEUR 210. Der Ertrag nach Steuern aus diesem Veräußerungsgeschäft wird seitens TDC mit ca. mDKK 900 angegeben.

Der Verkauf bewegt sich damit im Einklang mit der strategischen Ausrichtung auf Skandinavien. Außerdem war TDC durch die Beteiligungsquote von nur 15% neben anderen Eignern aus dem TK-Sektor nicht in einer Kontrollposition bei ONE. Der Verkauf ist zum Zeitpunkt der Pressemitteilung vorbehaltlich der Genehmigung der EU Wettbewerbsbehörde.<sup>52</sup>

##### 4.2.1.2. Talkline

TDC gab per Pressemitteilung am 05.06.2007 den Verkauf Ihrer Beteiligung Talkline bekannt. Ende 2006 war Talkline in Deutschland der drittgrößte Mobilfunkdiensteanbieter ohne eigenes Netz (sog. MVNO) und besaß ca. 3,8

---

<sup>52</sup> Vgl. TDC (2007n)

Vgl. TDC (2007o)

Vgl. TDC (2007q)

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Millionen Kunden bei Umsätzen in Höhe von ca. mEUR 1.032, die Mitarbeiterzahl betrug ca. 850.

Der Verkauf wird mit mEUR 560 (Barpreis und schuldenfrei) beziffert. Der Ertrag nach Steuern beträgt ca. mDKK 3.300. Der Verkauf ist zum Zeitpunkt der Pressemitteilung vorbehaltlich der Genehmigung der EU Wettbewerbsbehörde.<sup>53</sup>

##### 4.2.1.3. Bite

TDC gab per Pressemitteilung am 19.01.2007 bekannt, ihre 100%-Beteiligung an dem baltischen Mobilfunkanbieter Bite zu verkaufen. Bite ist in Litauen und Lettland aktiv. Es wird weiter darauf verwiesen, das Bite trotz einer intakten Wachstumstory nicht im regionalen Fokus von TDC liegt, sondern unter der aktuellen Strategie als reine Finanzbeteiligung definiert wird. Bite hat seit 2004 seine Kundenzahlen auf über 2 Millionen mehr als vervierfacht.

Bite wird an den auf Zentraleuropa spezialisierten Finanzinvestor Mid Europa Partners für einen Barpreis in Höhe von ca. mEUR 450 veräußert. Der veranschlagte Ertrag nach Steuern wird mit ca. mDKK 1.200 angegeben.<sup>54</sup>

##### 4.2.1.4. Polkomtel

TDC gab per Investormitteilung am 10.03.2006 den Verkauf von ca. 76% seiner 14,8% Beteiligung an dem polnischen Mobilfunkanbieter Polkomtel bekannt. Der Verkaufserlös betrug mEUR 650,5. Die Anteile wurden entsprechend der Satzung und den Besitzverhältnissen an die polnischen Miteigentümer veräußert. Der restliche Anteil, der dem Miteigentümer Vodafone angeboten wurde, verbleibt aufgrund einer Klage seitens Vodafone vorerst bei TDC.

Es wurde weiterhin beschlossen, eine maximale Dividende für die Jahre 2007 und 2008 auszuzahlen und für die Folgezeit eine Dividende in Höhe von 50% des Net Profits auszuschütten.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> Vgl. TDC (2007k)

Vgl. TDC (2007l)

<sup>54</sup> Vgl. TDC (2007b)

Vgl. TDC (2007c)

<sup>55</sup> Vgl. TDC (2006a)

Vgl. TDC (2006c)

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.2.1.5. Sale&Lease Back von Immobilien

TDC gab per Pressemitteilung am 06.07.2007 bekannt, 224 (480.000 qm) seiner insgesamt 1.586 Immobilien an ATP Ejendomme und PFA Ejendomme für einen Gesamtpreis von mDKK 4.100 zu verkaufen. Es wird ein Ertrag nach Steuern in Höhe von mDKK 2.800 genannt. Das Veräußerungsgeschäft ist Teil einer Sale & Lease Back-Vereinbarung, d.h. TDC wird die veräußerten Immobilien zukünftig als Mieter nutzen.<sup>56</sup> Unterlegt man eine Rendite (Rendite=Mieteinnahmen/Brutto-Kaufpreis) von ca. 5%<sup>57</sup>, so ergeben sich für TDC durch die Sale&Lease Back-Vereinbarung zukünftig zusätzliche jährliche Kosten durch Mietzahlungen von ca. mDKK 205.

### 4.2.2. Realisierte Käufe von Unternehmen

Der Kauf von Beteiligungen erscheint auf den ersten Blick als keine geeignete Maßnahme, um die Ausschüttungsfähigkeit des Portfolio-Unternehmens zu stärken. Streng kurzfristig betrachtet ist das sicherlich richtig, jedoch sollte ein strategisch sinnvoller externer Ausbau von Kernbereichen schon mittelfristig einen Wertzuwachs mit sich bringen, d.h. nach Abschluß der Integrationsarbeiten sollte ein strategischer Zukauf einen erkennbaren Mehrwert darstellen. Dieser Wertzuwachs kann dann spätestens bei Verkauf der Beteiligung durch das Private Equity-Konsortium in einen höheren Verkaufserlös umgewandelt werden und über diesen Weg auch zu einer höheren Rendite beitragen. Im Vergleich zum Verkauf von Unternehmensteilen handelt es sich hierbei um eine eher indirekte und mittelfristige Maßnahme, die im vorhinein immer sehr genau auf ihre strategische Logik, d.h. positiven Wertschöpfungsbeitrag, analysiert werden sollte. Insgesamt betragen die aufgelisteten Zukäufe im Vergleich zu den Verkäufen von Beteiligungen und Konzernbereichen aber nur ein geringes Volumen, sie beeinträchtigen somit die Ausschüttungsfähigkeit nur geringfügig.

---

<sup>56</sup> Vgl. TDC (2007i)

Vgl. TDC (2007r)

Vgl. TDC (2007s)

<sup>57</sup> Vgl. Deka (2006), S. 34

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.2.2.1. UNI2 A/S

TDC gab per Pressemitteilung am 01.06.2007 den Kauf der UNI2 A/S von Tele2 AB bekannt. Als akquirierende Legaleinheit wird TDC Hosting A/S, eine 100%-Tochter von TDC A/S, genannt. Die Stärkung des dänischen Hostinggeschäfts ist Teil der strategischen Ausrichtung von TDC in Richtung skandinavischer Geschäftskunden. In der TDC-Pressemitteilung wurde keine offizielle Aussage zum Kaufpreis gemacht.<sup>58</sup> Laut Tele2-Pressemitteilung erzielt der Verkauf einen positiven Erlös in Höhe von mSEK 50.<sup>59</sup> Daraus abgeleitet kann umgerechnet ein Kaufpreis in Höhe von mDKK 40 angesetzt werden.<sup>60</sup>

UNI2 A/S bedient ca. 3.500 kleine und mittelständische Geschäftskunden in Dänemark mit Hostinglösungen. Durch die Akquisition stärkt TDC seine führende Stellung im dänischen Hostingmarkt mit einem geschätzten Marktanteil von nun mehr als 25%.

### 4.2.2.2. Esbjerg Cable-TV

TDC hat per 15.11.2006 den städtischen Kabel-TV-Anbieter von Esbjerg für einen Kaufpreis von mDKK 265 übernommen. Das gekaufte Unternehmen bedient ca. 39.000 Haushalte im Einzugsgebiet der Stadt Esbjerg mit Kabelfernsehen und Internetzugangsdiensten.

Schon vor der Übernahme gab es intensive Geschäftsbeziehungen zwischen TDC und Esbjerg Cable-TV. TDC versorgt Esbjerg Cable-TV als größten Abnehmer in Dänemark mit Fernsehprogrammen, zusätzlich liefert TDC auch Breitbandkapazitäten. TDC erhofft sich von der Übernahme, die im Rahmen eines Asset Deals vollzogen worden ist, eine weitere Stärkung seines Kabel-TV-Geschäfts.<sup>61</sup> Zusätzlich werden aufgrund des erreichten Endkundenzugangs weitere Cross Selling-Potenziale erschlossen.

---

<sup>58</sup> Vgl. TDC (2007j)

<sup>59</sup> Vgl. Tele2 AB (2007a)

<sup>60</sup> Eigene Umrechnung zu Wechselkurs vom 01.06.2007: 1 SEK = 0.80051 DKK; Quelle: [www.Oanda.com](http://www.Oanda.com)

<sup>61</sup> Vgl. TDC (2006h)

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.2.3. Zukünftiger, hypothetischer Verkauf von nicht-strategischen Konzernbereichen

In diesem Abschnitt sollen hypothetisch weitere potenzielle Beteiligungsverkäufe aufgezeigt werden. Im Wesentlichen handelt es sich noch um zwei weitere, größere Beteiligungen bzw. Konzernbereiche, die nicht in die beschriebene neue Strategie von TDC passen und bisher noch nicht verkauft worden sind; die Mehrheitsbeteiligung an HTCC (Ungarn) sowie der Konzernbereich TDC Switzerland.

Sowohl HTCC als auch TDC Switzerland liegen nicht mehr im geografischen Fokus der neuen TDC-Strategie. Aufgrund der im folgenden aufgezeigten Nachrichten und Aussagen zu den o.g. Einheiten ist zu vermuten, dass die genannten Konzernteile noch durch geeignete Restrukturierungsmaßnahmen in Bezug auf einen maximalen Verkaufserlös optimiert werden.

#### 4.2.3.1. Einzeldarstellung der noch zu veräußernden Konzernbereiche

##### 1. HTCC

TDC A/S hält eine Mehrheitsbeteiligung von ca. 62% an dem ungarischen Telekommunikationsunternehmen HTCC.<sup>62</sup>

HTCC bündelt die ungarischen Beteiligungen an Hungarotel, einem regionalen Festnetz- und Breitbandanbieter, und PanTel, dem führenden alternativen Netzbetreiber in Ungarn mit einem fiberoptischen Netz, das Schnittstellen zu allen angrenzenden Ländern bietet. HTCC ist ein an der Amex börsennotiertes Unternehmen.

Im Januar 2007 übernahm HTCC den Wettbewerber Invitel Zrt für einen Preis von mEUR 470. Der Kauf wurde am 02.05.2007 durch die Wettbewerbsbehörden genehmigt.<sup>63</sup> HTCC finanziert den Kaufpreis vor allem durch neue Kreditaufnahmen und zusätzlich durch Ausgabe von 1,1 Millionen neuen Aktien, die ausschließlich für die HTCC-Unternehmensführung vorgesehen sind. Durch die Übernahme von Invitel wird HTCC zu einem starken Herausforderer im ungarischen Festnetzgeschäft, mit einem Marktanteil von ca. 20%.

---

<sup>62</sup> NTCH (2007), S. 236

<sup>63</sup> American Stock Exchange (2007)

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Invitel wurde 1994 als alternativer Carrier gegründet und unterhält ein Produktportfolio bestehend aus Telefonie-, Internet- und Datendiensten, sowohl für Privat- als auch für Geschäftskunden.

In einer weiteren Übernahme kaufte HTCC im Juli 2007 Tele2 Hungary für einen Preis in Höhe von mSEK 40 (Bargeld- und schuldenfrei). Der Kauf erfolgte vorbehaltlich der Zustimmung der Wettbewerbsbehörden.<sup>64</sup>

Mit den Zukäufen will HTCC seine Marktposition stärken und den Wettbewerb mit dem ungarischen Marktführer, einer Tochter der Deutschen Telekom Festnetzsparte T-Com, verschärfen.

Aufgrund der überwiegend fremdfinanzierten Übernahme von Invitel hat sich die Verschuldungssituation gemessen am langfristigen Fremdkapital um knapp 600% zum Vorjahr erhöht, bei gleichzeitig nahezu konstantem Wert des Eigenkapitals. Ähnlich wie im Fall des TDC-LBOs selbst, sind nun auch bei HTCC drastische Effizienzverbesserungsanstrengungen von essentieller Bedeutung. Eine kurzfristige, signifikante Rückführung der Fremdkapitalquote ist allein schon zur Steigerung des im Rahmen eines geplanten Verkaufs zu erzielenden Preises notwendig.<sup>65</sup>

Ausgewählte Geschäftszahlen:

Das HTCC-Management sieht im Zuge der Integration der Zukäufe, insbesondere von Invitel, ein signifikantes Kosteneinsparpotenzial. So ist trotz eines moderaten Wachstums geplant, bis Ende 2008 die Kosten um knapp mUSD 20 p.a. zu reduzieren.<sup>66</sup>

Im Juni 2007 wurde ein Personalreduktionsprogramm mit den Gewerkschaften vereinbart, das einen Abbau von 200 Mitarbeitern beinhaltet, dieses entspricht einer Reduktion der Belegschaft um 14%.

Laut Berichterstattung zum zweiten Quartal 2007 ist man dabei auf gutem Wege, die gesetzten Ziele zu erreichen. So ist das geplante Kostensenkungsprogramm voll im Plan, bei einem gleichzeitig annualisierten Umsatzanstieg bedingt durch

---

<sup>64</sup> Tele2 AB (2007b)

<sup>65</sup> HTCC (2007a), S. 15

<sup>66</sup> HTCC (2007a), S. 18

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

günstige Wechselkursveränderungen auf USD-Basis von 6%.<sup>67</sup> Der Umsatz in lokaler Währung sank (bedingt durch die erstmalige Konsolidierung von Invitel) um 6% zum Vorjahreshalbjahr. Allerdings sanken die Umsatz- und operativen Kosten in lokaler Währung noch stärker um ca. 8,5%.

<b>GuV HTCC (vor Übernahme von Invitel)</b>			
in mUSD	<b>2006</b>	Änderung zum Vorjahr in %	<b>2005</b>
Umsatz	193,7	8%	179,6
Umsatzkosten	80,5	16%	69,4
Operative Kosten	53,9	0%	53,8
Restrukturierungsaufwand	0,7	-72%	2,5
<b>EBITDA</b>	<b>58,7</b>	<b>9%</b>	<b>53,9</b>
in %	30%		30%
Abschreibungen	26,1	9%	24,0
<b>EBIT</b>	<b>32,6</b>	<b>9%</b>	<b>30,0</b>
<b>Sonstiger Ertrag/ Aufwand</b>			
FOREX	1,9	-123%	-8,5
Zinsaufwand	-14,9	5%	-14,1
Zinsertrag	1,3	43%	0,9
Fair Value Änd. Währungsswaps	3,2	-1359%	-0,3
Fair Value Änd. Optionen	3,3	-320%	-1,5
Beteiligungen		-100%	0,9
Andere	-0,3	-161%	0,4
<b>EBT</b>	<b>27,2</b>	<b>247%</b>	<b>7,8</b>
Steuern	6,1	-6%	6,4
<b>Ergebnis n. St.</b>	<b>21,1</b>	<b>1418%</b>	<b>1,4</b>

Abbildung 12: GuV HTCC (vor Übernahme von Invitel) 2004 bis 2005<sup>68</sup>

<sup>67</sup> HTCC (2007b), S. 4

<sup>68</sup> Eigene Grafik, Datenbasis s. SEC (2007)

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

<b>Pro-forma GuV 2006 HTCC inkl. Invitel</b>			
in mUSD	HTCC	Invitel	<b>HTCC inkl. Invitel</b>
Privatkunden	30	134	<b>163</b>
Geschäftskunden	72	72	<b>143</b>
Wholesale	92	38	<b>120</b>
<b>Umsatz gesamt</b>	<b>194</b>	<b>244</b>	<b>426</b>
Umsatzkosten	80	75	<b>145</b>
Operative Kosten	55	69	<b>103</b>
<b>EBITDA</b>	<b>59</b>	<b>100</b>	<b>178</b>
in %	30%	41%	<b>42%</b>

Abbildung 13: GuV HTCC inkl. Invitel <sup>69</sup>

#### 2. TDC Switzerland

TDC Switzerland, ist eine 100%-Tochter der TDC A/S und operiert als Komplettanbieter von Telekommunikationsdiensten inklusive Systemlösungen für Geschäftskunden in der Schweiz. Der Marktauftritt erfolgt unter dem Markennamen „sunrise“.

Zum Jahresende 2006 hatte TDC Switzerland 2,2 Millionen Kunden, davon 1,4 Millionen im Mobilfunk-, 0,5 Millionen im Festnetz- und 0,3 Millionen im Internetgeschäft. Die Mitarbeiterzahl entsprach 2.246 Vollzeitkräften.

#### Mobilfunk:

Das Mobilfunkgeschäft stellte in 2006 mit einem Umsatz von mDKK 5.696 ca. 62% des Gesamtumsatzes von TDC Switzerland dar. Das Geschäft beinhaltet Grund- und Nutzungsgebühren (Airtime) sowie den Verkauf von Endgeräten.

<sup>69</sup> HTCC (2007a), S. 20

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

##### Festnetz:

Das Festnetzgeschäft stellte in 2006 mit einem Umsatz von mDKK 2.795 ca. 30% des Gesamtumsatzes dar. Gegenüber 2005 sank der Umsatz um 9,3%. Das Dienstangebot bedient sowohl private als auch Geschäftskunden und andere Service Provider.

##### Internet:

Das Internetgeschäft stellte in 2006 mit einem Umsatz von mDKK 761 ca. 8% des Gesamtumsatzes dar. Das Angebot umfaßt sowohl klassische Dial-up als auch Breitbanddienste (DSL). Der Umsatz sank gegenüber 2005 um 3,9%, wobei DSL einen Zuwachs verzeichnen konnte.

##### Ausgewählte Geschäftszahlen:

### sunrise Financial Performance 2003-2006

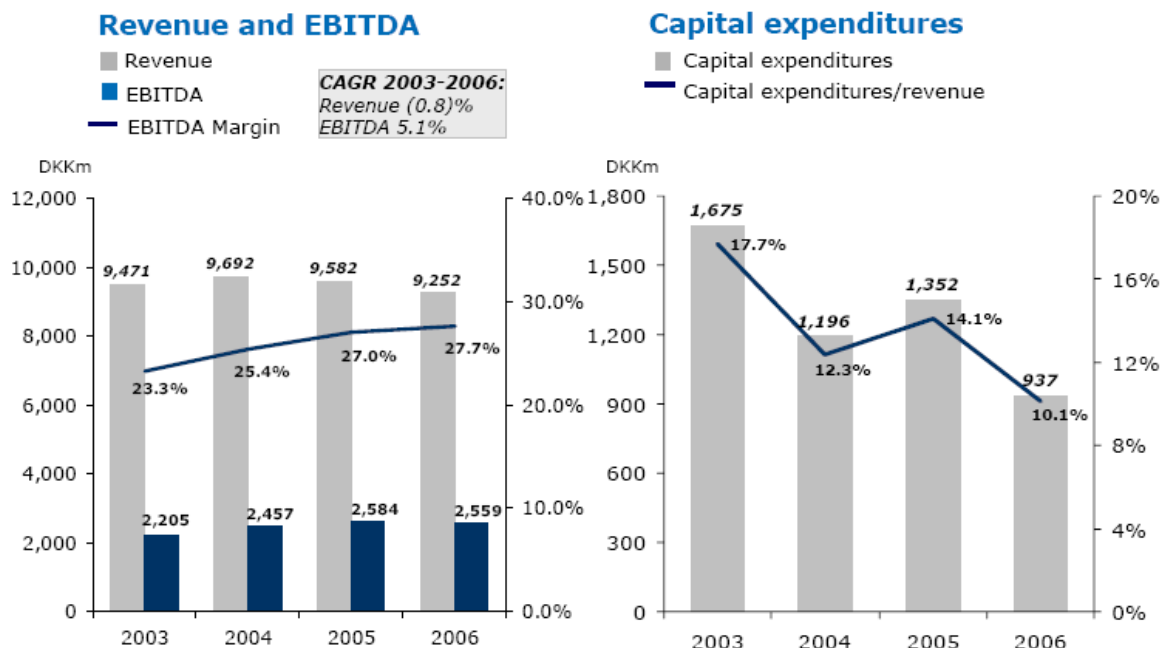


Abbildung 14: TDC Switzerland - Umsatz, EBITDA und CAPEX 2003 bis 2006 <sup>70</sup>

Aufgrund eines harten Wettbewerbs und einer ungünstigen Entwicklung des Wechselkurses CHF-DKK sank der Umsatz in 2005 um 1,1% auf mDKK 9.582

<sup>70</sup> TDC (2007m), S. 29

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

und in 2006 um 3,4% auf mDKK 9.252, das EBITDA stieg in 2005 um 1,6% auf mDKK 2.584, sank in 2006 jedoch um 1% auf mDKK 2.559, die EBITDA-Marge entwickelte sich von 25,4% in 2004 und 27% in 2005 auf 27,7%.

In lokaler Währung (CHF) fiel der Umsatz um ca. 2%, während das EBITDA um 0,5% zulegen. Die CAPEX-to-Revenue-Ratio konnte nach einem Wert von 12,3% in 2004 und einem Anstieg auf 14,1% in 2005 auf 10,1% gesenkt werden, was jedoch auch auf außerordentliche Vorgänge zurückzuführen ist.<sup>71</sup>

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Geschäft sich gegenüber den ursprünglichen Erwartungen bei Erwerb dieser Beteiligung eher verhalten entwickelt hat.

Um die umsatzseitige Stagnation kostenseitig aufzufangen, hat das Management bei TDC Switzerland u.a. ein Personalreduktionsprogramm aufgesetzt.<sup>72</sup> Diese Maßnahme kann als ein weiterer Hinweis für eine bevorstehende Veräußerung gesehen werden. Ziel ist eine verbesserte Bewertungsgrundlage, die eine tendenziell höhere Kaufpreiserzielung ermöglicht.

##### 4.2.3.2. Bewertung der Verkaufsobjekte

Eine Beschreibung der üblichen Bewertungsmethoden findet sich in Abschnitt 2.3. In Anbetracht der Tatsache, dass die DCF-Methode keinen dezidiert marktorientierten Bewertungsansatz darstellt, erscheint sie für den vorliegenden Fall einer kurzfristigen Veräußerungsabsicht nur wenig geeignet.

Die PTA-Methode wird ebenfalls verworfen, da aufgrund der nicht ausreichenden Anzahl zeitnaher Vergleichstransaktionen<sup>73</sup> keine ausgewogene Peer Group zur Verfügung steht.

Die Bewertung der genannten Konzernbereiche erfolgt damit auf Basis der CCA-Methode, die ohnehin bei externen Bewertungen eine hohe praktische Relevanz besitzt. Bei der Beteiligung an HTCC kann aufgrund der Börsennotierung des Unternehmens auch eine Bewertung direkt auf die aktuelle Marktkapitalisierung bezogen werden.

---

<sup>71</sup> NTCH (2007), S. 53-54

<sup>72</sup> TDC (2006f)

<sup>73</sup> Vergleichstransaktionen: Mittelgroße integrierte TK-Unternehmen/ Incumbents, Region West-/ Zentral-Europa, innerhalb der letzten 24 Monate

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Ein Zuschlag für einen Mehrheitsanteil (Control Premium) auf die o.g. Bewertungsansätze von 10% bis 20% kann als konservativ-realistisch angenommen werden. Als Kennzahlen werden Firmenwert/ EBITDA und ersatzweise Firmenwert/ Umsatz herangezogen.

Für die identifizierten, potenziellen Verkaufsobjekte ergeben sich die in der folgenden Grafik dargestellten Bewertungen (Wert des Eigenkapitals):

Peer Group: Integrierte Telekommunikationsbetreiber

Control Premium in %	Währung	Marktwert Eigenkap.	Netto Verbindl.	Firmenwert (FW)	LTM			FW / LTM	
					Umsatz	EBITDA	EBITDA-Marge	Umsatz	EBITDA
10%	DKK	15.889	0	14.444	9.252	2.555	27,6%	1,6	5,7
10%	USD	158	863	1.006	426	178	41,8%	2,4	5,7
10%	USD	363	863	1.226	426	178	41,8%	2,9	6,9

TDC Switzerland  
HTCC (EBITDA Peer)  
HTCC (Ist-Market Cap)

Peers (21.08.2007)

Magyar Telekom	HUF	968.732	231.894	1.200.626	671.196	318.354	47,4%	1,8	3,77
Telekom Austria	EUR	8.160	3.230	11.390	4.760	1.907	40,1%	2,4	5,97
Belgacom	EUR	9.803	1.661	11.464	6.022	2.149	35,7%	1,9	5,33
KPN	EUR	21.677	8.261	29.938	11.941	4.869	40,8%	2,5	6,15
Swisscom	CHF	23.623	5.768	29.391	9.653	3.767	39,0%	3,0	7,80
Telekomunikacja Polska	PLN	28.280	5.901	34.181	18.625	8.342	44,8%	1,8	4,10

Min									
Average									
Median									
Max									

35,7%	1,8	3,8
41,3%	2,2	5,5
40,4%	2,1	5,7
47,4%	3,0	7,8

Abbildung 15: Peer Group Integrierte Telekommunikationsanbieter <sup>74</sup>

Ausgehend von einer schuldenfreien Bewertung ergibt sich für TDC Switzerland ein Wert des Eigenkapitals von mDKK 15.889 (Basis: 2006er EBITDA-Peer).

HTCC besitzt einen Eigenkapitalwert, der sich in einer Bandbreite von ca. mUSD 160 (Basis: 2006er EBITDA-Peer) und mUSD 360 (aktuelle Börsenkapitalisierung) bewegt. Bei beiden Unternehmen wurde ein Zuschlag von 10% für eine Kontrollmehrheit berücksichtigt.

#### 4.2.4. Investitionen (CAPEX)

Die Investitionen sind schon vor der Übernahme durch das Private Equity-Konsortium kontinuierlich zurückgenommen wurden. So wurde vom Jahr 2002 bis 2006 eine CAPEX-Reduktion von durchschnittlich 4% p.a. erreicht.

<sup>74</sup> Eigene Berechnung; Datenbasis: Bloomberg, 16.08.2007

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### TDC Group EBITDA and Capital Expenditures

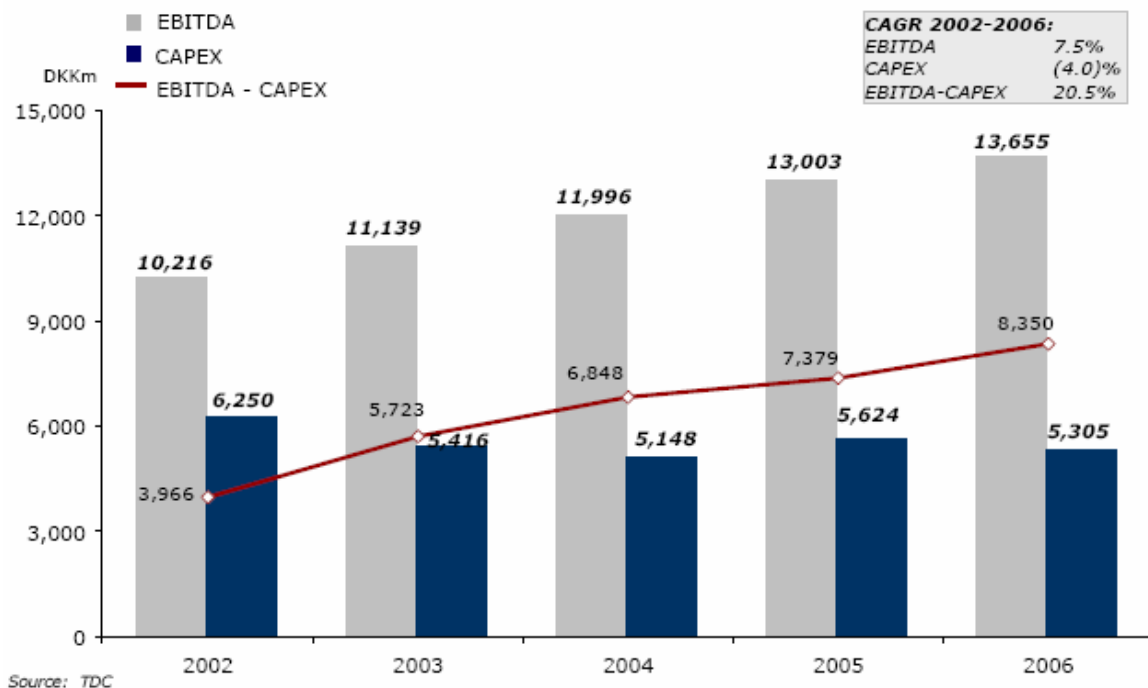


Abbildung 16: TDC Group - EBITDA und CAPEX 2002 bis 2006 <sup>75</sup>

Auch in den kommenden Jahren wird aufgrund der hohen Schuldenlast der Management-Fokus auf einer restriktiven CAPEX-Entwicklung liegen. Außerdem hat sich die Geschäftsbasis insbesondere in Wachstumsmärkten durch die vorgenannten Desinvestitionen deutlich reduziert, was einen überdurchschnittlichen Effekt auf den Gesamtkonzern haben sollte. Die außerordentlich hohe Einstufung der dänischen Telekommunikationsinfrastruktur durch die ITU (s. Abschnitt 3.2) unterstützt diese Einschätzung zusätzlich, denn selbst bei einer fortgeführten Investitionsreduktion im o.g. Umfang über einige weitere Jahre wird die dänische Infrastruktur immer noch auf hohem europäischen Standard einzustufen sein. Somit erscheint eine Fortschreibung des o.g. Durchschnittswertes der CAPEX-Reduktion für die kommenden fünf Jahre konservativ realistisch.

<sup>75</sup> TDC (2007m), S. 41

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.2.5. Nettoumlaufvermögen

Eine Verringerung des Nettoumlaufvermögens (Net Working Capital) gilt als eine weitere klassische Maßnahme zur Cashflow-Optimierung.<sup>76</sup> Das Nettoumlaufvermögen spielt insbesondere in Produktions- und Großprojektunternehmen mit hoher Durchlaufzeit bei gleichzeitig hohem Materialaufwand eine wichtige Rolle. Bei Telekommunikationsbetreibern wird die Grundlage für den Geschäftsbetrieb dagegen zu einem wesentlich größeren Teil durch Investitionen in Anlagevermögen erreicht. Auch die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sind in der Regel aufgrund der zeitnahen Rechnungsstellung und geringen Zahlungsausfälle kaum weiter optimierbar. Eine Sonderrolle spielt in diesem Zusammenhang das weitverbreitete Prepaid-Geschäft von Mobilfunkunternehmen, denn hier werden faktisch die Einzahlungen vor der Inanspruchnahme des Dienstes durch den Kunden erzielt. Dieses im Geschäftsmodell verankerte Zahlungsprinzip stellt eine Umkehrung üblicher Zahlungsprinzipien der Wirtschaft dar, es trägt so zusätzlich zu einer gegenüber anderen Sektoren deutlich geringen Working Capital-Quote bei.

Bei den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen können durch die Streckung der Zahlungsziele sicherlich weitere positive Effekte für den Cashflow erzielt werden. Dieser Ansatz ist auch Teil des Effizienzprogramms des TDC-Managements, insgesamt jedoch spielt der Effekt einer Optimierung des Nettoumlaufvermögens im TK-Sektor, insbesondere bei Netzbetreibern, eine relativ geringere Rolle als in klassischen Produktionsindustrien.

---

<sup>76</sup> Vgl. Coenenberg, A. G. et al. (2005), S. 129-131

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.3. Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit

LBO-spezifische Maßnahmen mit Bezug auf den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit beschäftigen sich in der Hauptsache mit der Eigenkapitalrendite-orientierten Optimierung der Kapitalstruktur des Portfolio-Unternehmens. Dieser Ansatz wird mit dem Fachbegriff *Rekapitalisierung* überschrieben. Im Folgenden sollen kurz allgemeine Charakteristika beschrieben werden, gefolgt von einer fallspezifischen Analyse.

#### 4.3.1. Charakteristika einer Rekapitalisierung

Die Rekapitalisierung ist bei LBO-Transaktionen eine übliche Maßnahme, die der Steigerung der Eigenkapitalrendite dienen soll.

Anschaulich beschrieben wird dabei durch Aufnahme von Fremdkapital eine Überfinanzierung hergestellt, die sogleich durch eine Sonderausschüttung auf das Eigenkapital wieder abgebaut wird.

Der EVCA beschreibt den Begriff *Leveraged Recapitalisation* folgendermaßen:

*„Transaction in which a company borrows a large sum of money and distributes it to its shareholders.“<sup>77</sup>*

##### 4.3.1.1. Vorgehen

Die quantitative Bestimmung der Kapitalstruktur ist ein komplexer Prozeß, denn er muß unterschiedliche, z.T. konträr verlaufende Interessen berücksichtigen.

Die Private Equity-Investoren sind grundsätzlich an einem möglichst hohen Fremdkapitalanteil interessiert, um so die Rendite auf das Eigenkapital zu hebeln. Banken und andere Fremdkapitalgeber sind dagegen am Erhalt der Tilgungs- und Zinsdienstfähigkeit des Unternehmens interessiert, was der Höhe der Fremdkapitalquote bestimmte Grenzen setzt. Insbesondere Banken fordern in diesem Zusammenhang regelmäßig den Mindesterhalt einer bestimmten Eigenkapitaldecke bzw. entsprechend hohe nachrangige Verbindlichkeiten, die aus ihrer Perspektive als Quasi-Eigenkapital angesehen werden.

---

<sup>77</sup> EVCA (2007)

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Darüber hinaus sind auch Vorgaben zur Höhe der Fremdkapitalquote des jeweiligen Gesetzgebers, z.B. aus Gesellschafts- und Steuerrecht, zu beachten.

Die Strukturierung innerhalb des Fremdkapitals ist damit ebenfalls unterschiedlichen Interessen und Grenzen ausgesetzt. Die Eigenkapitalgeber wollen in der Regel zuerst die nachrangigen, da höher verzinslichen Verbindlichkeiten abbauen, die Kreditgeber vorrangiger Darlehen (Senior Debt) dagegen fordern zuerst die Rückführung dieser Darlehen.

Letztendlich ist die finale Kapitalstruktur ein Kompromis dieser unterschiedlichen Interessen und wird durch bestimmte Parameter eingegrenzt.<sup>78</sup>

Eine wesentliche Bedeutung wird dabei dem zukünftigen Free Cash Flow des Zielunternehmens zugeordnet, denn dieser determiniert maßgeblich die Fähigkeit des Unternehmens, seine Fremdkapitalverpflichtungen nachhaltig erfüllen zu können. Dabei werden getrieben durch die finanzierenden Banken bestimmte Kreditbedingungen, sog. Covenants, definiert.

##### 4.3.1.2. Grenzen/ Bedingungen einer Rekapitalisierung

Beispielhaft seien an dieser Stelle einige typische Covenants genannt. Darüber hinaus gibt es eine Reihe von Adaptionen dieser Covenants, auch in Abhängigkeit des jeweiligen Falles.<sup>79</sup>

##### 1. Leverage Covenants

- Senior Debt / EBITDA
- Senior Debt / (EBITDA - Capex)
- Total Debt / EBITDA
- Total Debt / (EBITDA - Capex)

Definierter Wert darf nicht überschritten werden.

---

<sup>78</sup> Vgl. Kessel, B. (1998), S. 96-98

<sup>79</sup> Vgl. Berens, W./ Brauner, H. U./ Högemann, B. (2005), S. 72-73

Vgl. Kessel, B. (1998), S. 96ff.

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 2. Coverage Covenants

- EBITDA / Senior Interest Expense
- (EBITDA - Capex) / Senior Interest Expense
- EBITDA / Total Interest Expense
- (EBITDA - Capex) / Total Interest Expense

Definierter Wert darf nicht unterschritten werden.

### 3. Negative Pledges

Hierbei handelt es sich um Unterlassungspflichten, z.B. eine Vereinbarung, dass bestimmte Aktiva nicht an andere Banken verpfändet werden dürfen oder nachrangige Verbindlichkeiten erst nach Tilgung der Vorrangigen bedient werden dürfen.

### 4. Pari Passu-Klauseln

Es handelt sich um schuldrechtliche Verpflichtungen des Emittenten, mit deren Hilfe dieser zusichert, während des Bestehens der Forderung keine anderen Verbindlichkeiten mit Vorrang vor der in Betracht kommenden Forderung einzugehen. Sie gilt nur innerhalb eines Ranges, d.h. jeweils nur innerhalb besicherter, unbesicherter oder nachrangiger Anleihen.

#### 4.3.2. Rekapitalisierung bei TDC

Im Anschluß an die TDC-Übernahme durch die Investoren-Zweckgesellschaft NTC ApS wurde nach nur wenigen Wochen am 11.04.2006 eine Restrukturierung der Kapitalstruktur von TDC zugunsten eines deutlich erhöhten Fremdkapitalanteils vorgenommen.<sup>80</sup> Dazu wurden mittels eines Debt Pushdowns Verbindlichkeiten in Höhe von mEUR 4.765 (ca. mDKK 35.547) von NTCH ApS an TDC A/S gereicht. In umgekehrte Richtung wurde an die TDC-Aktionäre am selben Tag mittels einer Sonderausschüttung mDKK 43.481 und am 29.06.2006

---

<sup>80</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 6

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

nochmals mDKK 862 ausgezahlt.<sup>81</sup> Die regulären, jährlichen Ausschüttungen seitens TDC in den Vorjahren betragen jeweils nur ca. 5% der o.g. Beträge.

Die anteilig (87,9%) erhaltene Sonderausschüttung wurde auf Ebene NTCH ApS zur Begleichung von ca. 75% der Verbindlichkeiten und zusätzlich als erste Ausschüttung in Höhe von mDKK 2.363 an NTCH ApS/ Angel Lux Common S.a.r.l. eingesetzt.<sup>82</sup> Die Ausschüttung entspricht ca. 13% des ursprünglichen Eigenkapitalinvestments.

Indirekt wurden so nicht nur signifikante Fremdkapitalbeträge von einer der Zweckgesellschaften (NTCH ApS) an die Zielgesellschaft TDC A/S verlagert, sondern gleichzeitig durch den Private Equity-Fonds erste Nettozuflüsse aus der Beteiligung an TDC A/S erzielt.

mDKK	TDC		NTCH Group*
	2005	2006	2006
Vorrangige, besicherte Darlehen (Term Loan A-C)		46.754	46.754
High Yield Bonds (HYB)			14.704
Euro Medium Term Notes (EMTN)	27.578	9.535	9.670
Andere Darlehen	2.737	2.460	2.460
Darlehen insgesamt	30.315	58.749	73.588
Zinstragende Verbindlichkeiten	17	5	5
Brutto-Verbindlichkeiten (Zinstragend)	30.332	58.754	73.593
Zinstragende Forderungen	107	78	78
Barmittel/Sichteinlagen	13.750	3.455	3.743
Netto-Verbindlichkeiten (Zinstragend)	16.475	55.221	69.772

\*: TDC konsolidiert

Abbildung 17: Netto-Verbindlichkeiten TDC und NTCH Group 2005 und 2006<sup>83</sup>

<sup>81</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 67

<sup>82</sup> Vgl. NTCH (2007), S. 90

<sup>83</sup> Eigene Grafik, Daten s. TDC (2007m), S. 45

## 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

### 4.4. Erfolgsbeteiligung des Managements

Einen wesentlichen Erfolgsfaktor für jedes Unternehmen verkörpert zweifelsfrei die Unternehmensführung. LBO-Firmen binden die Unternehmensführung des Portfolio-Unternehmens regelmäßig über eine Kapitalbeteiligung sehr eng an den Erfolg des Unternehmens, um so einen im Sinne der Agency-Theorie<sup>84</sup> engen Gleichlauf von Eigentümer- und Managementinteressen zu erreichen.

*Sweet Equity* bedeutet eine Anreizvergütung für das Management durch den Beteiligungsgeber in Form einer vergünstigten Beteiligung am Eigenkapital, entweder direkt an der Zielgesellschaft oder an einer Holding-Gesellschaft. Die Höhe der Vergünstigung wird durch die sog. *Envy Ratio* gemessen.

#### 4.4.1. Envy Ratio

Envy Ratio (auch: Greed) ist die Kennzahl, die den Vergünstigungsfaktor (Preisunterschied) für den Erwerb eines bestimmten Eigenkapitalanteils widerspiegelt. Es wird dabei der Kaufpreis je Anteilseinheit der Private Equity-Investoren im Vergleich zu dem Preis des beteiligten Managements gesetzt. Die Envy Ratio wirkt damit wie ein Hebel auf die Rendite des investierten Kapitals des beteiligten Managements.

$$\text{Envy Ratio} = \frac{\frac{\text{Preis für Anteile der PE-Investoren}}{\text{PE-Anteil in \%}}}{\frac{\text{Preis für Anteile des Managements}}{\text{Management-Anteil in \%}}}$$

Abbildung 18: Envy Ratio - Berechnungsformel<sup>85</sup>

Berechnung der Envy Ratio für den TDC-Fall:

Im Rahmen der Übernahme von TDC haben die Private Equity-Investoren dem Management ein Angebot unterbreitet, selbst Aktien an der NTCl ApS zu erwerben. NTCl ApS ist die oberste dänische Holdinggesellschaft in der Beteiligungsstruktur an TDC und hält indirekt 87,2% des TDC-Eigenkapitals. 41

<sup>84</sup> Vgl. Then Bergh, F. (1998), S. 91-100

<sup>85</sup> Vgl. Schanz, K.-M. (2007), S. 219

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

Manager von TDC haben das Angebot zum Erwerb von Anteilen an NTCl ApS angenommen. Insgesamt erhält das TDC-Management damit 1,46% des Eigenkapitals (4,3% des Stammkapitals) von NTCl ApS zu einem Preis von mDKK 51,5.<sup>86</sup>

Anteile am Eigenkapital	Fonds-Anteile	Target-Holding	Kaufpreis	Envy-ratio
	AngelLuxCommon	NTCH	mDKK	
Fonds-EK-Anteil General Partner	1,00%	0,99%	187	
Fonds-EK-Anteil Limited Partner	99,00%	97,56%	18.513	
NTCH-EK-Anteil TargetCo Management		1,46%	51,5	5,4

Abbildung 19: Berechnung der Envy Ratio für das TDC-Management

Aus den Zahlen berechnet sich eine Envy Ratio von 5,4.<sup>87</sup>

#### 4.4.2. Haltefristen

Für die Managementbeteiligung gilt regelmäßig eine Sperrfrist, die den frühestmöglichen Zeitpunkt determiniert, zudem die Anteile veräußert bzw. erzielte Erlöse auf den Eigenkapitalanteil ausgezahlt werden.<sup>88</sup>

Im TDC-Fall ist das Management nicht direkt an dem Fonds (Angel Lux Common S.a.r.l.) beteiligt, sondern eine Stufe tiefer, an der höchsten dänischen Zweckgesellschaft der TDC-Beteiligung, der NTCl ApS. NTCl ApS ist keine börsennotierte Gesellschaft, sodass die Anteile auch nicht frei handelbar sind. Vielmehr besteht eine vertragliche Regelung zwischen dem Fonds, NTCl ApS und dem beteiligten Management, die sämtliche Bedingungen der Managementbeteiligung regelt.<sup>89</sup> Diese vertragliche Regelung ist nicht offengelegt, sodass bestimmte Annahmen zur Berechnung der Rendite des beteiligten Managements getroffen werden müssen:

- Es besteht für den Eigenkapitalanteil des Managements eine Sperrfrist zur Auszahlung der NTCl ApS zugeflossenen Ausschüttungen bis zum Exit des Private Equity-Fonds aus dem Portfolio-Unternehmen.

<sup>86</sup> Vgl. TDC (2006i)

Vgl. TDC (2006g)

<sup>87</sup> Eigene Berechnung auf DKK-Basis; Wechselkurs-Annahmen: USD/EUR: 1,3; DKK/EUR: 7,5

<sup>88</sup> Experteninterview mit Herrn Dr. Kay-Dirk Ullmann, Vice President, Drueker&Co. GmbH & Co. KG

<sup>89</sup> Vgl. TDC (2006g)

#### 4. Maßnahmen zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit bei TDC

- Bis zum Exit-Datum entstandene Ausschüttungen an NTCI ApS werden entsprechend dem Partizipationsgrad des beteiligten Managements mit einer Vorzugsverzinsung bedacht, die die Zeitspanne zwischen Ausschüttung an NTCI ApS und der Auszahlung an das Management abdeckt.

### 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

#### 5.1. Besonderheiten der Renditemessung bei Private Equity-Investments

In diesem Abschnitt soll zum besseren Verständnis der folgenden Pro-forma-Berechnung der Investorenrenditen für den TDC-LBO ein Überblick über die besonderen Rahmenbedingungen der Renditemessung eines Private Equity-Investments gegeben werden.<sup>90</sup>

##### 5.1.1. Mangel an Transparenz

Ein wesentliches Problem der Renditemessung besteht in der Natur von Private Equity-Investments, der im allgemeinen nicht-öffentlichen Charakteristik der Portfolio-Unternehmen nach einem Buyout und der Investoren im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen. Das bedeutet, dass in der Praxis häufig nur unvollständige Informationen für eine externe Beurteilung vorliegen. Um in einer solchen Situation dennoch Berechnungen aus externer Sicht durchführen zu können, sind für bestimmte Parameter Annahmen zu treffen.

Die Auswahl der Fallstudie wurde bewußt auch vor dem Hintergrund dieses Kriteriums durchgeführt. Die verhinderte Rücknahme der Börsennotierung von TDC A/S führt zumindest auf Ebene des Portfolio-Unternehmens NTCH/ TDC für eine gute Informationslage, da die üblichen berichtspflichtigen Informationen wie z.B. Jahres-, Quartalsabschlüsse und Ad-hoc Mitteilungen nach wie vor veröffentlicht werden. So ergibt sich auf Ebene des Portfolio-Unternehmens eine ausreichende Basis für die Cashflow-Planung und für das Ausschüttungspotenzial an den Private Equity-Fonds und das TDC-Management.

Auf Ebene des Fonds, der Investoren und des beteiligten Managements fehlen allerdings einige Informationen, die zur exakten Berechnung der individuellen Investorenrenditen notwendig sind. Um eine indikative Berechnung dennoch durchführen zu können, müssen hier Annahmen getroffen werden, die auf empirischen Erkenntnissen zu typischen Strukturen bei LBOs beruhen.

---

<sup>90</sup> Für eine ausführliche, aber dennoch übersichtliche Betrachtung der theoretischen Grundlagen der Renditemessung von Private Equity Investments sei verwiesen auf: Grunert, C. (2005), S. 67-77

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

### 5.1.2. Kennzahlen zur Renditemessung <sup>91</sup>

Um eine Renditemessung durchzuführen, muß der Renditebegriff vorab eindeutig definiert sein, um mögliche Fehlinterpretationen bzw. fehlerhafte Vergleiche zu verhindern. Im Wesentlichen orientiert sich diese Arbeit an den Renditedefinitionen der EVCA, die im Folgenden dargestellt sind.

#### 5.1.2.1. Internal Rate of Return

Als Industriestandard für die Berechnung der Rendite hat sich die Interne Zinsfuß-Methode durchgesetzt. Gebräuchlich ist in der Praxis die Verwendung des englischen Begriffs *Internal Rate of Return* (IRR).

Die IRR entspricht dabei einem Diskontierungssatz, der dazu führt, dass die abgezinste Zahlungsreihe aus (realisierten) Aus- und Einzahlungen sowie dem (unrealisierten) Nettovermögenswert den Wert *NULL* ergibt. Praktisch wird der gesuchte Wert (IRR) durch das mathematische Verfahren der Iteration gelöst. Iteration bedeutet ein schrittweises Verfahren zur Annäherung an die Lösung einer Gleichung oder eines Gleichungssystems, bei dem man mit Hilfe einer ersten Näherungslösung Ergebnisse erzielt, die bei weiteren Lösungsschritten in ihrer Genauigkeit sukzessive verbessert werden.

#### 5.1.2.2. Multiples

Häufig findet auch die Berechnung von Multiples als Renditemaßstab praktischen Einsatz. Ein wesentlicher Nachteil der Multiple-Renditeberechnung ist jedoch die fehlende Berücksichtigung der Zeitwerte der realisierten Cashflows bzw. der noch nicht realisierten Vermögenswerte.

Der EVCA unterscheidet mit Bezug auf realisierte und unrealisierte Fonds-Renditen zwei Teilansätze, die sich anschließend zu einem Gesamtmultiple zusammensetzen.

---

<sup>91</sup> Vgl. EVCA (2006), S. 27

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

- Distributions to paid-in-capital

Dieser Multiple setzt die summierten realisierten Cashflows in Bezug zum investierten Kapital.

- Residual value to paid-in capital

Dieser Multiple setzt den noch nicht realisierten Vermögenswert in Bezug zum investierten Kapital. Nachteil dieses Non-Cash-Multiples ist die Anfälligkeit für Manipulationen, auch fehlt ihm eine dezidierte Analyse der zu erwartenden Cashflows aus noch zu veräußernden Teilbereichen des Portfolio-Unternehmens. Der Ansatz eines einmaligen Restwerts würde die Potenziale aus der zukünftigen Wertsteigerung nur in sehr verallgemeinernder Weise, d.h. weniger nachvollziehbar und damit auch schlechter steuerbar, abbilden.

Addiert man die beiden Teile zu einem Gesamtmultiple ergibt sich der:

- Total value to paid-in capital

In dieser Arbeit wird eine dezidierte Cashflow-Planung unter Berücksichtigung noch potenzieller weiterer Veräußerungen von TDC-Vermögenswerten und möglicher Effizienzverbesserungen vorgenommen. Das ist zwar ein Mehraufwand gegenüber dem Ansatz eines einzigen Restwertes, z.B. über die aktuelle Marktkapitalisierung von TDC A/S abzüglich Marktwert der Schulden auf Ebene NTCH ApS. Werden jedoch die vermutlich noch zu erzielenden Cashflows aus der Beteiligung inklusive des Exits explizit geplant, führt das zu einer besseren Transparenz und Genauigkeit der Renditeentwicklung der Beteiligung über den gesamten Zeitraum des Investments, mit entsprechend verbesserten Möglichkeiten der Erfolgssteuerung im Sinne eines Controllingansatzes.

Der zu berechnende Multiple entspricht daher eher einem prognostiziertem *Distributions to paid-in-capital*, also einem rein auf Cashflows basierenden Multiple, und umgeht damit die Probleme einer nicht (gänzlich) auf Cashflows basierenden Bewertung bei gleichzeitig deutlich verbesserter Transparenz der zukünftigen Renditeerreichung.

### 5.1.3. Ebenen der Renditemessung

Für die Renditeberechnung ist die Ebene der Erhebung eine notwendige Vorgabe. Im Rahmen dieser Arbeit soll die Rendite auf folgenden Ebenen gemessen werden:

- Fonds-Rendite (brutto)

Die Brutto-Fonds-Rendite erfaßt alle geleisteten Cashflows zwischen dem Portfolio-Unternehmen NTCH und dem Fonds, d.h. die Auszahlungen für die Investition in das Portfolio-Unternehmen, die Einzahlungen aus Ausschüttungen und dem Exit-Erlös, jedoch *vor* Abzug von Managementgebühren und anderen anfallenden Kosten.

- Fonds-Rendite (netto)

Die Netto-Fonds-Rendite erfaßt im Gegensatz zu der Brutto-Rendite auch externe, an Dritte abfließende Aufwendungen wie Management- und Administrationsgebühren oder Beratungshonorare.

- Rendite Limited Partner

Die Rendite der Limited Partner umfaßt die geleisteten Auszahlungen in den Fonds für die Investition in das Portfolio-Unternehmen und die Einzahlungen aus Ausschüttungen aus dem Fondsvermögen.

- Rendite General Partner

Die Rendite der General Partner umfaßt neben den geleisteten Auszahlungen in den Fonds für die Investition und den Einzahlungen aus dem Fonds auch weitere Zuflüsse, wie Management- und Administrationsgebühren für das Fonds- bzw. Portfoliomanagement.

- Rendite Management des Portfolio-Unternehmens

Die Rendite auf Ebene des beteiligten Managements umfaßt die Auszahlung auf die Beteiligung am Portfolio-Unternehmen und die Einzahlungen aus der Beteiligung im Rahmen von Ausschüttungen und dem Exit-Erlös.

### 5.2. Renditeberechnung mittels eines selbsterstellten Planungstools

Die Pro-forma-Berechnung der Investorenrenditen wurde mittels eines im Rahmen dieser Arbeit erstellten Planungstools auf Microsoft Excel-Basis vorgenommen (s. beiliegende CD-ROM). Das Tool ermöglicht eine Cashflow-orientierte Geschäftsplanung auf Ebene des Portfolio-Unternehmens mit integrierter Berechnung der Investorenrenditen für die in Abschnitt 5.1.3 genannten, unterschiedlichen Ebenen. Das Tool setzt eine einstufige Erfassung aller relevanten Daten voraus, d.h. alle ausschüttungsrelevanten Daten sind *einer* konsolidierten Unternehmenseinheit zuzuordnen (im vorliegenden Fall: NTCH; s.a. Abschnitt 3.3.3).

#### 5.2.1. Aufbau des Planungstools

Die integrierte Konzeption des Excel-basierten Planungstools erlaubt eine unkomplizierte Analyse verschiedener Planungsszenarien durch einfache Veränderung bestimmter Eingabeparameter. Die daraus folgenden Veränderungen der Investorenrenditen sind unmittelbar und automatisiert verfügbar.

Das Tool läßt sich in fünf Bereiche unterteilen:

##### 1. *Cockpit*-Blatt

Hier werden alle Planungsparameter eingegeben, die für die zukunftsorientierte Pro-forma-Berechnung notwendig sind. Der Planungshorizont ist mit zehn Planjahren ab LBO-Datum für die übliche Haltedauer dieser Art von Übernahmen großzügig bemessen. Außerdem ist in einem unteren Teil des *Cockpit*-Blattes eine Übersicht der berechneten Investorenrenditen dargestellt. So können durch Variation von Eingabeparametern direkt und ohne lästiges Hin- und Herblättern die resultierenden Ergebnisse für die Investorenrenditen abgelesen werden.

##### 2. *Peers*-Blatt

Das *Peers*-Blatt beinhaltet einen Peer Group-Vergleich (Comparable Company Analysis, s. Abschnitt 2.3.2) zur branchenorientierten Bewertung von zu veräußernden Unternehmensbeteiligungen bzw. -bereichen. Im vorliegenden Fall stehen ein Firmenwert/ Umsatz- und ein Firmenwert/ EBITDA-Multiple über einen

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

Peer Group-Vergleich zur Verfügung. Je nach Bedarf kann dieses Blatt aber auch ohne hohen Aufwand für andere Multiple-Varianten umgebaut werden.

### 3. *Disposals*-Blatt

Das *Disposals*-Blatt erfaßt die Cashflow-relevanten Effekte, die durch die Veräußerung (auch Zukauf) von Beteiligungen/ Unternehmensbereichen entstehen. Neben der Erfassung von zahlungswirksamen Kaufpreisen müssen je nach Bilanzierungsmethode (Voll-, Teilkonsolidierung, At-Equity) auch die zukünftigen Auswirkungen auf die Cashflow-Entwicklung durch Anpassung von zahlungswirksamen Positionen in der Rechnungslegung des Portfolio-Unternehmens berücksichtigt werden. Die Verkaufserlöse nach Steuern berücksichtigen den zugrundegelegten Unternehmenssteuersatz des Portfolio-Unternehmens.

### 4. *TargetCalc*-Blatt

Das *TargetCalc*-Blatt beinhaltet die Cashflow-Berechnung für das Portfolio-Unternehmen. Dabei werden die Parameter-Vorgaben aus dem *Cockpit*-Blatt und die Änderungen der Beteiligungsstruktur aus Veräußerungen (und Käufen) aus dem *Disposals*-Blatt in eine jährliche Cashflow-Berechnung umgesetzt. Als Ergebnis ergibt sich der Free Cash Flow to Equity (FCFE) auf Ebene NTCH. Die Berechnung der Ausschüttungen an die direkt an TDC A/S beteiligten Minderheitsgesellschafter erfolgt in einer separaten Nebenrechnung. Es wird jeweils die vollständige Ausschüttung des FCFE unterstellt.

Die Eingabefelder unter *Sonderdividende an Minority Shareholder* (VII.1. Cashflow Planung) dienen dem manuellen Ausgleich von außerordentlichen Ausschüttungen (im vorliegenden Fall durch Rekapitalisierung) an die TDC-Minderheitsgesellschafter.

Die Eingabefelder *Tilgung/ Neukreditaufnahme* (II. Finanzierung) und *Cash-Reserve* (VII.1. Cashflow Planung) dienen zur manuellen Feinjustierung der Planungsrechnung und sind aus Gründen der direkten Kontrolle des FCFE-Ergebnisses ebenfalls auf dem *TargetCalc-Blatt* vorgesehen.

Außerdem werden Leverage- und Coverage-Covenants berechnet und erlauben so die übersichtliche Planung unter Einhaltung notwendiger Randbedingungen.

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

### 5. *IRR PE-Investor-Blatt*

Das *IRR PE-Investor-Blatt* übernimmt den FCFE aus dem *TargetCalc-Blatt* und berechnet letztendlich die Ausschüttungen an die unterschiedlichen Ebenen seitens der Private Equity-Investoren. So wird die Ebene des beteiligten Managements des Portfolio-Unternehmens, die Ebene des gemeinsamen Beteiligungsfonds der General und Limited Partner sowie die Ebene der Limited Partner und General Partner selbst abgebildet. Basierend auf den jeweiligen Cashflow-Strömen der o.g. Ebenen, beginnend mit dem Investment in das Portfolio-Unternehmen bis hin zum Exit aus dem Portfolio-Unternehmen, wird die entsprechende Rendite berechnet.

Die Rendite wird durch zwei unterschiedliche Kennzahlen dargestellt, der *IRR* sowie einem *Distributions to paid-in-capital-Multiple* (s.a. Abschnitt 5.1.2).

### **5.2.2. Restrospektive Plan-Ist-Abweichungen**

Das Tool ersetzt nicht eine detaillierte Erstellung von Jahresabschlüssen, inklusive der bewußten Gestaltung von bestimmten Positionen im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten, wie sie nur durch einen umfangreichen Einsatz von Ressourcen aus den Finanz-, Steuer- und Rechtsabteilungen der beteiligten Unternehmen sowie von externen Jahresabschlussprüfern geleistet werden kann.

Daher kann es im retrospektiven Vergleich für Werte des schon abgeschlossenen Jahres 2006 zu geringfügigen Abweichungen zwischen Excel-Tool und offiziellen NTCH-Jahresabschlußwerten kommen.

Ein weiterer Grund für mögliche Abweichungen liegt in der Gestaltung der Planungsperioden des Tools. Das Tool rechnet immer in vollen Planjahren (12 Monate p.a.) ab Kaufdatum/ Erstkonsolidierung, d.h. das Planjahr 2006 beginnt mit 02/2006 und läuft bis 01/2007 usw., es kennt keine Rumpffahre.

Im Jahresabschluß 2006 der NTCH Group ist TDC A/S nur mit 11 Monaten konsolidiert, da entsprechend dem Kalenderjahr bilanziert wird, der Kauf von TDC A/S aber erst mit Wirkung zum Februar 2006 gebucht werden konnte.

Unbeeinträchtigt davon liefert das Excel-Tool für eine zukunftsgerichtete Planung eine zuverlässige, hinreichend genaue Entscheidungsbasis speziell im Rahmen von LBO-Projekten.

### 5.3. Annahmen

#### 5.3.1. Währungsbasis der Renditeberechnung

Die Renditen werden auf DKK-Basis berechnet. Damit entfallen zusätzliche Annahmen zur Wechselkursentwicklung. Ohnehin wird die Wechselkursproblematik vor allem die US-amerikanischen Investoren betreffen, die diese Risiken durch geeignete Hedging-Maßnahmen begrenzen können. Eine drastische Veränderung des EUR-DKK-Wechselkurses ist, wie schon in Abschnitt 3.4.1 diskutiert, nicht zu erwarten.

#### 5.3.2. Besteuerung

Die Unternehmenssteuern auf Ebene des Portfolio-Unternehmens sind im Rahmen der Geschäfts- und Cashflow-Planung voll berücksichtigt (s. Abschnitt 1). Die erzielten Kapitalerträge aus dem LBO-Investment werden erst bei den jeweiligen Investorengruppen endbesteuert. Da diese Besteuerung sehr individuell von den Verhältnissen der einzelnen Investoren abhängt, ist sie in den berechneten Investorenrenditen nicht berücksichtigt.

#### 5.3.3. Veräußerung und Kauf von Unternehmensbeteiligungen/ -bereichen

Potenzielle Divestments von Unternehmensbereichen können über einen Peer Group-Vergleich individuell und marktorientiert bewertet werden. Bei Verkauf/Ankauf von zu konsolidierenden Beteiligungen werden zusätzlich die Cashflow-relevanten Daten erhoben und entsprechende Korrekturen direkt in der Cashflow-Planung des Portfolio-Unternehmens berücksichtigt. Die aktuelle Peer Group-Bewertung wird entsprechend dem geplanten Veräußerungsdatum und der sich bis dahin abzeichnenden EBITDA-Entwicklung (auf Basis der operativen Segmententwicklung) fortgeschrieben.

#### 5.3.4. Exit-Bewertung

Die Exit-Bewertung basiert auf einem Mix aus den Peer Group-Multiples für integrierte Telekommunikationsanbieter (ohne Kabelnetz) und Kabelnetzbetreiber. Die Gewichtung ergibt sich durch den anteiligen EBITDA-Beitrag des jeweiligen TDC-Geschäftsfeldes zum Exit-Zeitpunkt. Alternativ kann im *Cockpit*-Blatt ein Exit-Multiple auch manuell vorgegeben werden.

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

### 5.3.5. Fonds

#### 5.3.5.1. Beteiligungsstruktur

Der General Partner trägt üblicherweise einen Risiko-Anteil von mindestens einem Prozent (1%) an der Kapitalausstattung des Fonds, dieses ist auch durch steuerrechtliche Aspekte der Firmierung als Partnerschaft im angelsächsischen Rechtsraum begründet. In der vorliegenden Fallstudie wird mangels dezidierter Informationen ein Anteil von genau einem Prozent (1%) angenommen.

#### 5.3.5.2. Auszahlungsstruktur

Die Verteilung des Fondskapitals erfolgt nach folgenden Regeln: <sup>92</sup>

1. Rückzahlung der Kapitaleinlage des Limited Partners.
2. Vorzugsverzinsung auf das ausstehende Kapital des Limited Partners in Höhe von 8% p.a.
3. Rückzahlung der Kapitaleinlage des General Partners.
4. Catch up für den General Partner, sodass dieser einen Anteil von 20% der gesamten, bis hierher ausgezahlten Erträge erreicht, bzw. 20/80, d.h.  $\frac{1}{4}$  der an den Limited Partner bis hierher ausgezahlten Erträge.
5. Carried Interest: Auszahlung des verbliebenen Fondskapitals zu 80% an den Limited Partner, zu 20% an den General Partner.

### 5.3.6. Managementbeteiligung

Die Auszahlung an das an NTCI ApS beteiligte TDC-Management erfolgt erst mit dem Exit der Private Equity-Investoren (s. Abschnitt 4.4.2). Vorher entstandene Ausschüttungen auf den Eigenkapitalanteil des Managements werden von NTCI ApS einbehalten und bis zum Exit zu einem Vorzugssatz von 8% verzinst.

---

<sup>92</sup> Vgl. Schanz, K.-M. (2007), S. 75

Vgl. Tuck School (2003), S. 7, Abschnitt: Carried Interest

### 5.3.7. Administrations- und Managementgebühren

Üblicherweise können Administrations- und Managementgebühren durch den General Partner gegenüber dem Portfolio-Unternehmen als auch gegenüber dem Beteiligungsfonds erhoben werden.

Mangels anderer Informationen wird in der Fallstudie lediglich eine Managementgebühr gegenüber TDC A/S unterstellt, die einen Betrag von mDKK 35 p.a. ausmacht.<sup>93</sup>

### 5.3.8. Transaktionsgebühren

Es werden Transaktionsgebühren in Höhe von mDKK 969 erfasst, die das Portfolio-Unternehmen NTCH im Jahr 2006 an die beteiligten Fonds der einzelnen Private Equity-Häuser entrichtet hat.<sup>94</sup>

Davon entfallen mDKK 242 auf Kosten im Rahmen der Akquisition von TDC A/S-Anteilen und sind auf TDC Group-Ebene bilanziert, mDKK 727 entfallen auf Ebene NTCH ApS und beziehen sich auf die Transaktionsfinanzierung der beteiligten Finanzinstitute.

Mangels vorliegender Informationen werden für die Berechnung mDKK 727 als Gebühren zugunsten der finanzierenden Banken als Ausgaben des investierenden Fonds berücksichtigt, sodass in einer Netto-Betrachtung nur die mDKK 242 verbleiben. Es ist davon auszugehen, dass von diesem Betrag noch Beratungsgebühren an Dritte (Rechts- und Steuerberatung etc.) abzuführen sind, jedoch liegen hierzu keine Informationen vor, sodass der o.g. Betrag in der Fallstudienbetrachtung voll in die Nettoberechnung eingeht.

### 5.3.9. Szenarioabhängige Planungsparameter

Eine wesentliche Rekapitalisierung von TDC A/S ist schon durchgeführt worden und auch der Verkauf von Konzernbereichen ist relativ weit fortgeschritten. In der Planungsrechnung wird ein zweiter Debt-Pushdown (High Yield Bonds) von NTCH ApS zu TDC A/S bis Ende 2008 angenommen, sodass auf Ebene NTCH ApS keine relevanten Verbindlichkeiten aus Fremdkapitalaufnahme verbleiben.

---

<sup>93</sup> NTCH (2007), S. 128

<sup>94</sup> NTCH (2007), S. 128 und S. 142

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

Es zeichnen sich noch zwei größere Verkäufe ab, TDC Switzerland und HTCC. Die entscheidenden Impulse der weiteren Renditentwicklung werden daher insbesondere durch die zu erzielenden Verkaufserlöse für TDC Switzerland und HTCC sowie durch die Optimierung der normalen Geschäftstätigkeit beeinflusst werden. Auf operativer Ebene sind vor allem die Entwicklung der Umsatz- und operativen Kosten sowie die CAPEX-Entwicklung von entscheidender Bedeutung. Grundsätzlich können mit dem Tool eine Vielzahl unterschiedlicher Annahmen bzw. Parameter sukzessive oder parallel variiert werden, jedoch um den Effekt von Veränderungen einzelner Einflußgrößen zu analysieren, empfiehlt es sich, währenddessen alle anderen Parameter konstant zu halten. Für die folgende, exemplarische Szenarioanalyse sollen neben den rein extern bedingten Parametern (z.B. Marktzinsen, Wechselkurse) auch die Erlöse der Verkäufe von TDC Switzerland und HTCC als konstant angenommen werden und nur die operativen Parameter variiert werden.

### 5.4. Szenarioanalyse und Renditeergebnisse

Auf die vollständige Übersicht sämtlicher Eingabeparameter an dieser Stelle wurde aus Gründen der Übersichtlichkeit verzichtet. Sie sind dem Anhang, unter Punkt *I. Screenshots Planungstool* zu entnehmen.<sup>95</sup>

---

<sup>95</sup> Vollständige Screenshots des Planungstools inkl. aller Parametereingaben

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

### 5.4.1. Szenario 1 – Basisszenario

Dieses Szenario kann als realistisch erreichbar bezeichnet werden. Aufbauend auf die im Jahr 2006 und im ersten Halbjahr 2007 durchgeführten bzw. beschlossenen Maßnahmen setzt dieses Szenario auf folgende zukünftige Maßnahmen:

Moderate Optimierung von Parametern der normalen Geschäftstätigkeit:

- konstantes Umsatzwachstum von 2% p.a.
- gleichmäßig rückläufige Kosteneinsparungen (von 4% in 2007 auf 2% in 2011)

#### Verbesserung p.a.

(bereinigt um Zu-/ Verkäufe v. Konzernteilen)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz	Steigerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abschreibungen	Verringerung um	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX	Verringerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Working Capital	Verringerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Umsatz- und operative Kosten	Verringerung um	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%

Abbildung 20: Spezifische Annahmen - Szenario 1

Dieses Szenario ergibt folgende Renditen für die einzelnen Investorengruppen:

#### II. Rendite-Ergebnisse im Überblick

##### II.1. Fonds

IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)	17,0%	p.a.
Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)	1,8x	
IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)	15,9%	p.a.
Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)	1,8x	

##### II.2. Fondsinvestoren

Limited Partner IRR	13,9%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	1,6x	
General Partner IRR	68,6%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	18,1x	

##### II.3. Management des Portfolio-Unternehmens

Management IRR	61,7%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	10,1x	

Abbildung 21: Renditeergebnisse - Szenario 1

Die Fondsrendite (netto) erreicht ca. 17% p.a., und befindet sich damit im unteren Zielkorridor der durchschnittlichen Rendite von LBOs (ca. 19%).<sup>96</sup>

<sup>96</sup> Vgl. Grunert, C. (2005), S. 95

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

### 5.4.2. Szenario 2 – Downside Szenario

In diesem Szenario werden ein stagnierender Umsatz und geringere anfängliche, jedoch konstante Einsparungen bei den Umsatz- und operativen Kosten sowie den CAPEX angenommen (max. 2% p.a.), alle anderen Parameter werden entsprechend Szenario 1 beibehalten.

Verbesserung p.a. (bereinigt um Zu-/ Verkäufe v. Konzernteilen)		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz	Steigerung um	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen	Verringerung um	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX	Verringerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Working Capital	Verringerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Umsatz- und operative Kosten	Verringerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Abbildung 22: Spezifische Annahmen - Szenario 2

Dieses Szenario ergibt folgende Renditen für die einzelnen Investorengruppen:

II. Rendite-Ergebnisse im Überblick	
<b>II.1. Fonds</b>	
IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)	-20,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)	0,6x
IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)	-22,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)	0,6x
<b>II.2. Fondsinvestoren</b>	
Limited Partner IRR	-22,2% p.a.
Distributions to paid-in-capital	0,6x
General Partner IRR	3,4% p.a.
Distributions to paid-in-capital	1,1x
<b>II.3. Management des Portfolio-Unternehmens</b>	
Management IRR	32,2% p.a.
Distributions to paid-in-capital	3,0x

Abbildung 23: Renditeergebnisse - Szenario 2

Schon durch die marginalen Rücknahmen der Verbesserungspotenziale im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit kommt es zu einer negativen Fondsrendite und entsprechend negativer Rendite für den Limited Partner.

Die General Partner können nur aufgrund ihrer Absicherung über die jährlichen Administrations- und Managementgebühren eine geringe positive Rendite ausweisen.

Das beste Ergebnis erreicht das beteiligte Management, was jedoch maßgeblich auf den Vergünstigungsfaktor (Envy Ratio) von 5,4 zurückzuführen ist. Wäre der Anteilserwerb zur damaligen Fair Value-Bewertung erfolgt hätte auch die Beteiligung des Managements eine negative Rendite auszuweisen.

## 5. Renditemessung aus Sicht der Private Equity-Investoren

### 5.4.3. Szenario 3 – Upside Szenario

In diesem Szenario wird ein Umsatzwachstum von durchschnittlich 2% p.a. und Einsparungen bei den Umsatz- und operativen Kosten sowie der CAPEX von konstant 4% p.a. angenommen, alle anderen Parameter werden entsprechend Szenario 1 beibehalten.

Verbesserung p.a. (bereinigt um Zu-/ Verkäufe v. Konzernteilen)		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz	Steigerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abschreibungen	Verringerung um	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX	Verringerung um	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Working Capital	Verringerung um	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Umsatz- und operative Kosten	Verringerung um	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Abbildung 24: Spezifische Annahmen - Szenario 3

Dieses Szenario ergibt folgende Renditen für die einzelnen Investorengruppen:

#### II. Rendite-Ergebnisse im Überblick

##### II.1. Fonds

IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)	22,6%	p.a.
Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)	2,3x	
IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)	21,6%	p.a.
Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)	2,3x	

##### II.2. Fondsinvestoren

Limited Partner IRR	19,1%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	2,0x	
General Partner IRR	79,7%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	27,2x	

##### II.3. Management des Portfolio-Unternehmens

Management IRR	68,6%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	12,6x	

Abbildung 25: Renditeergebnisse - Szenario 3

Im Umkehrschluß zu Szenario 2 lassen forcierte Verbesserungen in der Effizienz der normalen Geschäftstätigkeit die Fondsrendite deutlich über die durchschnittliche LBO-Rendite von 19% ansteigen. Aufgrund der hohen Korrelation zwischen Fonds- und Limited Partner-Rendite entwickelt sich diese ebenfalls entsprechend nach oben.

Sehr eindrucksvoll wirkt der Renditehebel bei der Rendite der General Partner. Dank eines nahezu abgesicherten Geschäftsmodells durch fondsunabhängige Einnahmen und eines geringen eigenen Kapitalinvestments im Fonds profitieren die General Partner besonders dann weit überdurchschnittlich, wenn der Carried Interest-Anteil im Fonds besonders hoch ist. Ein sehr hohes Renditeniveau erreicht auch das beteiligte Management. Der Grund für die im Vergleich zum Fonds mehrfach angestiegene Rendite des Managements liegt in dem Faktor der Erwerbsvergünstigung für die eigenen Anteile (Envy Ratio) von 5,4.

### 6. Zusammenfassung

Die in dieser Arbeit dargestellten Maßnahmen tragen alle einen Beitrag zur Steigerung der Ausschüttungsfähigkeit an das Eigenkapital bei, jedoch sind die Intensität und die direkte Beeinflussbarkeit von deutlichen Unterschieden gekennzeichnet.

Im Bereich des *Cashflows aus operativer Tätigkeit* sind (organische) Umsatzsteigerungen aufgrund der wettbewerbsintensiven Situation in den Zielmärkten ein eher zu vernachlässigendes Szenario. Die Korrelation von getroffenen Managemententscheidungen und der beabsichtigten Cashflow-Wirkung ist bei marktseitigen Maßnahmen ohnehin ungewiß und zeitlich meist nicht kurzfristig zu erreichen. Sie setzt eine wirksame Beeinflussung von Nachfrage und Wettbewerb voraus.

Kurz- bis mittelfristige Cashflow-Steigerungspotenziale sind vor allem auf der Kostenseite zu finden. Maßnahmen mit einer hohen Wirkung sind insbesondere in der Prozeßoptimierung und der einhergehenden Reduktion der Mitarbeiterkapazitäten zu finden. Fast in allen Konzernbereichen sind solche Programme im Stadium der Umsetzung und führen zu nachhaltig geringeren operativem Aufwand. Zusätzlich zu diesen Kernmaßnahmen wird eine überdurchschnittliche Reduktion der Vertriebskosten als Nebenprodukt aus den Veräußerungen von schnell wachsenden Beteiligungen erreicht.

Im Bereich des *Cashflows aus Investitionstätigkeit* finden sich im Bereich des Verkaufs von Konzernbereichen die weitaus größten Einmaleffekte in Bezug auf eine kurzfristige Cashflow-Steigerung. Sicherlich ist hierin auch der Grund zu finden, weshalb schon kurz nach der TDC-Übernahme durch das Private Equity-Konsortium proaktiv die Veräußerung von Beteiligungen forciert worden ist. Eine unternehmensstrategische Betrachtung der verbliebenen Konzernbereiche legt weitere signifikante Divestments nahe. Insbesondere die Verkäufe von TDC Switzerland und HTCC dürften einen Betrag im zweistelligen mDKK-Korridor beisteuern.

Die weitere Reduktion der Anlageinvestitionen (CAPEX) ist ein wichtiges Mittel im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit, sie trägt hier wichtige und nachhaltige

## 6. Zusammenfassung

Cashflow-Optimierungseffekte bei. Der jährliche Effekt bewegt sich schätzungsweise knapp unter dem einstelligen mDKK-Bereich.

Die Optimierung des Nettoumlaufvermögens hat vor dem Hintergrund branchenspezifischer Besonderheiten einen weitaus geringeren Effekt als in klassischen Produktionssektoren. Ansatzpunkte sind noch am ehesten auf der Seite der Konditionen von eingekauften Waren und Leistungen zu finden.

Im Bereich des *Cashflows aus Finanzierungstätigkeit* spielt die Rekapitalisierung eine wichtige Rolle zur Renditesteigerung des Eigenkapitals. Im Sinne des Leverage-Effektes wird die Rendite auf das durch einen Großteil an Fremdkapital gehebelte Eigenkapital deutlich gesteigert, solange die Rendite des Gesamtkapitals die Fremdkapitalkosten übersteigt.

Die Rekapitalisierung ist demnach als ein Werkzeug zu sehen, dass als „Renditeturbo“ auf vorgenannte operative und investitionsorientierte Maßnahmen aufgesetzt werden kann, als Voraussetzung aber immer eine grundsätzliche Profitabilität<sup>97</sup> der normalen Geschäftstätigkeit benötigt. Im Umkehrschluß würde eine defizitäre Geschäftstätigkeit durch Einsatz einer hohen Fremdkapitalquote in einen noch verstärkten Verlust auf Eigenkapital-Ebene „gehebelt“.

Die Auswahl des Zielunternehmens durch Private Equity-Fonds wird regelmäßig anhand der Beurteilung des o.g. Profitabilitätskriteriums vorgenommen. Für die Sicherheit der zukunftsorientierten Beurteilung sind als wesentliche Nebenbedingung auch die Stabilität der Geschäftsentwicklung und damit der operativen Cashflows von hoher Bedeutung, d.h. mathematisch-statistisch formuliert werden der Erwartungswert einer nachhaltigen Rendite und die zugehörige Standardabweichung betrachtet.

Im vorliegenden Fall brachte die Akquisitionsfinanzierung eine Fremdkapitalquote von ca. 75-80%<sup>98</sup> als Leverage-Komponente ein, die schon teilweise an TDC A/S weitergegeben worden ist.

LBO-Fondsrenditen auf IRR-Basis in der Größenordnung von 20% und darüber sind in der Regel nur durch die Einbeziehung von Rekapitalisierungsmaßnahmen

---

<sup>97</sup> i.S. Gesamtkapitalrendite überschreitet die Fremdkapitalkosten

<sup>98</sup> Wert schwankt in Abhängigkeit der Berücksichtigung der bisher nicht benötigten Revolving Credit Facility

## 6. Zusammenfassung

bzw. der Steigerung des Leverage zu erreichen. Die im Rahmen eines LBOs typischerweise einer späten Reifephase zuzuordnenden Portfolio-Unternehmen erwirtschaften auf Basis der normale Geschäftstätigkeit nachhaltig kaum Cash-orientierte Renditen auf Gesamtkapitalebene (CROI)<sup>99</sup> von über 10%.

Die Nutzung der steuerentlastenden Wirkung von Fremdkapital ist im vorliegenden Fall mehr als ausgeschöpft. Eine Gesetzesnovelle (Tax Bill L213) zum dänischen Unternehmenssteuerrecht aus dem Frühjahr 2007 begrenzt die steuermindernde Wirkung von Zinsaufwand deutlich unter das aktuelle Zinslastniveau des Portfolio-Unternehmens. Die maximal anrechenbare Steuerlast wird durch Obergrenzen in Bezug auf die Fremdkapitalquote, das Vorsteuergewinn und das Vermögen begrenzt.

Der negative Gesamtjahreseffekt auf das NTCH-Ergebnis wird mit ca. mDKK 1.200 p.a. basierend auf den zum Datum der Veröffentlichung gültigen TDC-Geschäftsstrukturen geschätzt. Allerdings treffen weite Teile des Gesetzes das Geschäftsjahr 2007 nicht mehr in vollem Umfang, da sie erst verzögert ihre volle Anwendung entfalten.

Ein übergeordneter Aspekt der Renditesteigerung ist vor allem auf das Management bzw. dessen Incentivierung zurückzuführen. Durch die umgesetzte Eigenkapital-Beteiligung des TDC-Managements auf Ebene der höchsten dänischen Beteiligungsholding des Private Equity-Konsortiums wird der Gleichlauf der Interessen zwischen den beiden Gruppen bestmöglich sichergestellt. Der Anreiz zum Anteilserwerb wurde durch einen um den Faktor 5,4 (Envy Ratio) reduzierten Einstandspreis je Anteil verstärkt, d.h. das Private Equity-Konsortium hat Anteile 5,4-fach unter dem eigenen Einstandspreis an das TDC-Management abgegeben.

Die abschließende Berechnung der Investorenrenditen setzt auf den bis Mitte 2007 umgesetzten Maßnahmen auf. Die potenziellen Verkaufsobjekte TDC Switzerland und HTCC stehen aller Voraussicht nach noch während der Haltezeit des Private Equity-Konsortiums zum Verkauf. Die Preisindikation unterliegt dabei

---

<sup>99</sup> Berechnet als  $(EBITDA - CAPEX - \Delta WC) / (EK + FK)$ , eigene Definition

## 6. Zusammenfassung

sicherlich noch Schwankungen in Abhängigkeit von der weiteren Entwicklung der Marktbewertungen, dürfte aber wie gezeigt mit hoher Wahrscheinlichkeit mindestens im zweistelligen mDKK-Bereich liegen.

Als Variationsbereich für zukünftige, renditesteigernde Maßnahmen verbleiben demnach vor allem die Parameter der normalen Geschäftstätigkeit wie Umsatz, Kosten und CAPEX.

Die moderate Variation dieser Parameter zeigt im Rahmen der abschließenden Szenarioanalyse die hohe Sensitivität der Fonds- und Investorenrenditen.

Die erste Stufe der Sensitivität (Fondsrendite zu TDC-CROI) ist durch den hohen Leverage der TDC-Übernahme in Verbindung mit der durchgeführten Rekapitalisierung zu erklären. Im Fall einer Underperformance auf Ebene des Portfolio-Unternehmens wirkt dieser hochsensible Multiplikator aber auch entsprechend negativ.

Die zweite Stufe der Sensitivität bezieht sich auf die Rendite der General Partner. Durch einen Leverage gegenüber der Fonds-Performance, bedingt durch den 20%-Anteil am Carried Interest des Fonds bei einer nur geringen Kapitalbeteiligung von einem Prozent, kann auf General Partner-Ebene das Renditergebnis gegenüber der Fondsrendite nochmals um ein Mehrfaches multipliziert werden.

Sollte die Fonds-Performance jedoch unter das Mindestverzinsungsvorrecht des Limited Partners von 8% p.a. rutschen, so erhält der General Partner außer den fonds-unabhängigen Gebühren nicht einmal mehr die Rückzahlung seiner Kapitaleinlage. Auf der anderen Seite gehen die General Partner bei dem vorliegenden Fall kein echtes Risiko ein, da ihre Kapitaleinlage durch die fondsunabhängigen Gebühren ungefähr ausgeglichen wird.

Das erstellte Planungstool für LBO-Projekte erlaubt die einfache und zeitsparende Simulation verschiedenster Szenarien, es unterstützt damit in der Projektauswahlphase die Erstanalyse von neuen potenziellen LBO-Übernahmezielen. Bei laufenden LBO-Projekten ermöglicht es die Analyse notwendiger Cashflow-Verbesserungen bis hinunter auf Maßnahmenebene und deren quantitative Auswirkungen auf die Investorrenditen.

## Bibliografie

### Bibliografie

- 1 American Stock Exchange (2007) Invitel and Hungarotel merge, [http://www.amex.com/?href=/newsDetails/CmnNewsDet.jsp?id=XpressFeed\\_NewsDetails\\_1178104811357.html](http://www.amex.com/?href=/newsDetails/CmnNewsDet.jsp?id=XpressFeed_NewsDetails_1178104811357.html) (Mitteilung vom 02.05.2007) [Zugriff: 01.07.2007].
- 2 APAX Partners (2007) [www.apax.com](http://www.apax.com) [Zugriff: 01.07.2007].
- 3 Bader, H. (1996) Private Equity als Anlagekategorie, Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Bern: Haupt.
- 4 Berens, W./ Brauner, H. U./ Högemann, B. (2005) Due Diligence und Controlling-Instrumente von Finanzinvestoren, In: Berens, W./ Brauner, H. U./ Frodermann, J. (Hrsg.), Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren, 1. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, S. 51-77.
- 5 Berg, A. (2005) What is Strategy for Buyout Associations?, 1. Auflage, Berlin: Verlag für Wissenschaft und Forschung GmbH.
- 6 Berg, A./ Gottschalg, O. (2004a) Pulling the Right Levers or Understanding Value Generation in Buyouts, In: Germany Report 2004, Initiative Europe, Intelligence Report, Nr. 6 (Februar), S. 16-19.
- 7 Berg, A./ Gottschalg, O. (2004b) Wertgenerierungshebel in Buyout-Transaktionen, In: M&A Review, Nr. 5 (Mai), S. 207-212.
- 8 Blackstone Group (2007) [www.blackstone.com](http://www.blackstone.com) [Zugriff: 01.07.2007].
- 9 Coenenberg, A. G. et al. (2005) Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 20. Auflage, Landsberg am Lech: Schaeffer-Poeschel.

## Bibliografie

- 10 Deka (2006) Deka Immobilien Monitor - Ausgabe September 2006, [http://www.dekabank.de/download/de/presse\\_informationen/48\\_ANLAGe\\_DIM\\_161006\\_tm.pdf](http://www.dekabank.de/download/de/presse_informationen/48_ANLAGe_DIM_161006_tm.pdf) [Zugriff: 30.07.2007].
- 11 EVCA (2006) EVCA Reporting Guidelines (Version: June 2006), [http://www.evca.com/pdf/evca\\_reporting\\_guidelines\\_2006.pdf](http://www.evca.com/pdf/evca_reporting_guidelines_2006.pdf) [Zugriff: 03.07.2007].
- 12 EVCA (2007) Glossary, [http://www.evca.com/html/PE\\_industry/glossary.asp](http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp) [Zugriff: 04.08.2007].
- 13 Grunert, C. (2005) Private Equity im Asset-Management institutioneller Investoren, 1. Auflage, Frankfurt/M.: Bankakademie-Verlag.
- 14 HTCC (2007a) 2007 Annual Meeting of Stockholders Presentation, [http://www.htcc.hu/fileadmin/pdf\\_docs/bondholderinformation/2007\\_Stockholders\\_Presentation.pdf](http://www.htcc.hu/fileadmin/pdf_docs/bondholderinformation/2007_Stockholders_Presentation.pdf) [Zugriff: 30.07.2007].
- 15 HTCC (2007b) HTCC Investor presentation for the second quarter 2007, [http://www.htcc.hu/fileadmin/content\\_editors/Investor\\_presentation\\_Q2\\_2007\\_FINAL\\_02.pdf](http://www.htcc.hu/fileadmin/content_editors/Investor_presentation_Q2_2007_FINAL_02.pdf) [Zugriff: 30.08.2007].
- 16 ITU/ UNCTAD (2007) World Information Society Report 2007, [http://www.itu.int/osg/spu/publications/worldinformation\\_society/2007/report.html](http://www.itu.int/osg/spu/publications/worldinformation_society/2007/report.html) [Zugriff: 05.07.2007].
- 17 Jolis, A. (2007) Telcos, regulators worried over EU's break-up plans, In: Dow Jones Newswires, 12 July 2007, [www.dowjonesnews.com](http://www.dowjonesnews.com) [Zugriff: 12.07.2007].

## Bibliografie

- 18 Kessel, B (1998) Leveraged Buy-out der Aktiengesellschaft, Frankfurt/M.: Europäischer Verlag der Wissenschaften, Peter Lang GmbH.
- 19 Klein, J. (2007) Vorlesungsskript, Wahlfach Leveraged Finance, im Studiengang: Master of Finance & Banking 2006/07, Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt/M.: o. Verl.
- 20 Kohlberg Kravis Roberts & Co. (2007) [www.kkr.com](http://www.kkr.com) [Zugriff: 01.07.2007].
- 21 Loos, N. (2006) Value Creation in Leveraged Buyouts, 1. Auflage, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag/ GWV Fachverlage.
- 22 Melody, W. H. (2007) The Private Equity Takeover of Telecom Infrastructure in Denmark: Implications for Network Development and Public policy, [www.regulateonline.org/content/view/976/102/](http://www.regulateonline.org/content/view/976/102/) [Zugriff: 21.06.2007].
- 23 NTCH (2006) Nordic Telephone Company Holding, Quarterly Report Q3 2006, [http://download.tdc.dk/pub/tdc/english/investor/kvartalsrapport/pdf/NTCH\\_Report\\_3Q\\_2006.pdf](http://download.tdc.dk/pub/tdc/english/investor/kvartalsrapport/pdf/NTCH_Report_3Q_2006.pdf) [Zugriff: 15.06.2007].
- 24 NTCH (2007) Annual Report 2006, [http://download.tdc.dk/pub/tdc/english/investor/aarsrapporter/Annual%20Report%202006/Annual\\_Report\\_NTC\\_H\\_2006.pdf](http://download.tdc.dk/pub/tdc/english/investor/aarsrapporter/Annual%20Report%202006/Annual_Report_NTC_H_2006.pdf) [Zugriff: 01.07.2007].

## Bibliografie

- 25 Oliver Wyman (2006) Mercer study on the fixed network market in Western Europe: Profitability Through Simplification And Business Process Automation. München (25.01.2006), [http://www.oliverwyman.com/ow/pdf\\_files/20060125.htm](http://www.oliverwyman.com/ow/pdf_files/20060125.htm) [Zugriff: 01.07.2007].
- 26 Permira (2007) [www.permira.de](http://www.permira.de) [Zugriff: 01.07.2007].
- 27 Providence Equity Partners (2007) [www.provequity.com](http://www.provequity.com) [Zugriff: 01.07.2007].
- 28 Roenpage, O./ Staudter, C./ Meran, R./ John, A./ Beernaert, C. (2007) Six Sigma+Lean Toolset, 2. Auflage, Berlin/ Heidelberg: Springer.
- 29 Schanz, K.-M. (2007) Vorlesungsskript, Wahlfach Private Equity, im Studiengang: Master of Finance & Banking 2006/07, Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt/M., o. Verl.
- 30 Schneck, O. (2006) Handbuch Alternative Finanzierungsformen, 1. Auflage, Weinheim: Wiley-VCH Verlag.
- 31 SEC (2007) HTCC - 2006 10-K/A, Anlage F-8, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/889949/000119312507123681/d10ka.htm> [Zugriff: 30.07.2007].
- 32 TDC (2006a) TDC offers its 19,6% stake in Polkomtel to other Polkomtel Shareholders (Investormitteilung vom 02.02.2006), [http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?pid=495513&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?pid=495513&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 01.07.2007].

## Bibliografie

- 33 TDC (2006b) Nordic Telephone Company ApS, has commenced the compulsory acquisition process by delivery of a written redemption notice to TDC's Board Directors (Pressemitteilung vom 06.03.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=499058&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=499058&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 06.03.2006].
- 34 TDC (2006c) Polish shareholders in Polkomtel accept TDC's offer to sell shares in Polkomtel (Investormitteilung vom 10.03.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=499804&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=499804&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 01.07.2007].
- 35 TDC (2006d) TDC rated BB- with stable outlook by Standard & Poor's (Investormitteilung vom 12.04.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=504011&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=504011&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 15.06.2007].
- 36 TDC (2006e) TDC rated "BB-" with stable outlook by Fitch and "Ba3" with stable outlook by Moody's (Investormitteilung vom 18.04.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=504348&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=504348&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 15.06.2007].
- 37 TDC (2006f) TDC Switzerland to reduce workforce by 145 employees (Investormitteilung vom 17.05.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=508382&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=508382&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 01.07.2007].

## Bibliografie

- 38 TDC (2006g) Notice from NTCI re. Share Participation (Investormitteilung vom 22.09.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=520244&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=520244&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 15.06.2007].
- 39 TDC (2006h) TDC acquires Esbjerg Municipality's Cable-TV and Internet assets and activities (Investormitteilung vom 25.09.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=520422&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=520422&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 15.06.2007].
- 40 TDC (2006i) TDC's top management has subscribed for shares in NTCI (Investormitteilung vom 30.10.2006),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=524449&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=524449&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 16.06.2007].
- 41 TDC (2007a) Annual Report 2006,  
<http://download.tdc.dk/pub/tdc/english/investor/aarsrapporter/Annual%20Report%202006/Release%202007-2007%20TDC%20Annual%20Report%202006.pdf> [Zugriff: 01.07.2007].
- 42 TDC (2007b) TDC sells Bité (Pressemitteilung vom 19.01.2007),  
<http://tdc.com/publish.php?id=9103> [Zugriff: 05.06.2007].
- 43 TDC (2007c) TDC divests its Baltic subsidiary Bité (Investormitteilung vom 19.01.2007),  
[http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir\\_newspopup.jsp?id=534068&languageID=en&css=/irmodules/css/ir\\_modules\\_styles.css](http://ir.omxgroup.com/irmodules/ir_newspopup.jsp?id=534068&languageID=en&css=/irmodules/css/ir_modules_styles.css) [Zugriff: 05.06.2007].

## Bibliografie

- 44 TDC (2007d) TDC Earnings Release – 2006 and 4Q 2006, Release 05/ 2007 (22.02.2007),  
<http://download.tdc.dk/pub/tdc/english/investor/kvartalsrapport/pdf/Release%2005-2007%20TDC%20Earnings%20Release%202006%20&%204Q%202006.pdf> [Zugriff: 15.06.2007].
- 45 TDC (2007e) TDC takes an offensive in the Nordic region (Pressemitteilung vom 27.03.2007),  
<http://tdc.com/publish.php?id=11388> [Zugriff: 01.07.2007].
- 46 TDC (2007f) Tax bill will be expensive for TDC (Pressemitteilung vom 23.04.2007), <http://tdc.com/publish.php?id=11624> [Zugriff: 15.07.2007].
- 47 TDC (2007g) Bill to amend the Corporation Tax Act, etc. (Investormitteilung vom 23.04.2007),  
<http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=544185> [Zugriff: 15.07.2007].
- 48 TDC (2007h) More customers but earnings under pressure (Pressemitteilung vom 09.05.2007),  
<http://tdc.com/publish.php?id=11817> [Zugriff: 01.07.2007].
- 49 TDC (2007i) TDC has offered 224 real estate properties for sale (Investormitteilung vom 31.05.2007),  
<http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=595958> [Zugriff: 10.07.2007].
- 50 TDC (2007j) TDC Hosting A/S acquires UNI2 A/S (Pressemitteilung vom 01.06.2007), <http://tdc.com/publish.php?id=12137> [Zugriff: 05.06.2007].

## Bibliografie

- 51 TDC (2007k) TDC divests Talkline (Pressemitteilung vom 05.06.2007), <http://tdc.com/publish.php?id=12167> [Zugriff: 01.07.2007].
- 52 TDC (2007l) TDC divests its German subsidiary Talkline (Investormitteilung vom 05.06.2007), <http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=596960> [Zugriff: 01.07.2007].
- 53 TDC (2007m) TDC / Nordic Telephone Company Holding ApS Management Presentation, London (08.06.2007), [http://download.tdc.dk/pub/tdc/om\\_tdc/investor/pdf/TDC\\_Management\\_Presentation\\_080607.pdf](http://download.tdc.dk/pub/tdc/om_tdc/investor/pdf/TDC_Management_Presentation_080607.pdf) Zugriff: 01.07.2006].
- 54 TDC (2007n) TDC divests its shareholding in Austrian One (Pressemitteilung vom 20.06.2007), <http://tdc.com/publish.php?id=12722> [Zugriff: 05.07.2007].
- 55 TDC (2007o) TDC divests its 15% ownership share in the Austrian mobile company ONE (Investormitteilung vom 20.06.2007), <http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=599660> [Zugriff: 01.07.2007].
- 56 TDC (2007p) The Eastern High Court's judgement regarding compulsory redemption of minority shareholdings in TDC A/S is not being appealed (Pressemitteilung vom 20.06.2007), <http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=599530> [Zugriff: 01.07.2007].

## Bibliografie

- 57 TDC (2007q) Correction of Release No. 21/2007 re. TDC's divestiture of its 15% ownership share in ONE (Investormitteilung vom 25.06.2007),  
<http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=600416> [Zugriff: 01.07.2007].
- 58 TDC (2007r) TDC divests 224 properties to ATP and PFA (Pressemitteilung vom 06.07.2007),  
<http://tdc.com/publish.php?id=12918> [Zugriff: 10.07.2007].
- 59 TDC (2007s) TDC sells and leases back 224 real properties (Investormitteilung vom 06.07.2007),  
<http://tdc.com/ir/releases/index.php?id=602131> [Zugriff: 10.07.2007].
- 60 Tele2 AB (2007a) Tele2 divest UNI2 Denmark to TDC Hosting A/S (Pressemitteilung vom 01.06.2007),  
<http://www.tele2.com/pages/Press.aspx?id=90&source=1130370> [Zugriff: 01.07.2007].
- 61 Tele2 AB (2007b) Tele2 divest Tele2 Hungary to Hungarian Telephone and Cable Corp ("HTCC") (Pressemitteilung vom 09.07.2007,  
<http://www.tele2.com/pages/Press.aspx?id=90&source=1138199> [Zugriff: 10.07.2007].
- 62 Then Bergh, F. (1998) Leveraged Management Buyout,  
Düsseldorf: Deutscher Universitäts-Verlag.

## Bibliografie

- 63 Tuck School (2003) Note on Leveraged Buyouts, Case No. 5-0004, Update 30.09.2003, Center for Private Equity and Entrepreneurship, Tuck School of Business at Dartmouth,  
[http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/pdfs/LBO\\_Note.pdf](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/pdfs/LBO_Note.pdf) [Zugriff: 30.07.2007].
- 64 University of Michigan (2007) Mergers and Acquisitions – A beginner's guide, University of Michigan,  
[http://webuser.bus.umich.edu/Organizations/FinanceClub/resources/mergers\\_a-guide.doc](http://webuser.bus.umich.edu/Organizations/FinanceClub/resources/mergers_a-guide.doc) [Zugriff 15.08.2007].
- 65 Wieland, K. (2006) Tier 1 Fixed-Line Incumbents Will Get Stronger, In: Telecommunications Online, 26.01.2006,  
[http://www.telecommagazine.com/article.asp?HH\\_ID=AR\\_1661](http://www.telecommagazine.com/article.asp?HH_ID=AR_1661)  
[Zugriff: 01.07.2007].

Ich versichere an Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Für alle Inhalte, die wörtlich oder sinngemäß aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Quellen gleich welcher Art entnommen sind, habe ich die fremde Urheberschaft kenntlich gemacht. Die Arbeit ist in gleicher oder ähnlicher Form weder im Inland noch im Ausland als Prüfungsarbeit eingereicht worden. Sie ist auch noch nicht veröffentlicht.

Frankfurt, 18. September 2007

Christian Koschmieder

## **Anhang**

### **I. Screenshots Planungstool**

- Szenario 1
- Szenario 2 (Peer-Blatt und Disposal-Blatt, s. Szenario 1)
- Szenario 3 (Peer-Blatt und Disposal-Blatt, s. Szenario 1)

### **II. CD-ROM**

- Planungstool (Microsoft Excel)
- Planungstool Szenario 1 bis 3
- Annual Report 2006 NTCH Group (TDC konsolidiert)

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## Cockpit-Blatt

COCKPIT LBO-Case: TDC

Eingaben nur in gelb markierten Feldern!

Währungsangaben in mDKK (falls nicht explizit genannt)  
Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmetermin

### I. Allgemeine Eingaben

#### Kosten der Übernahme, Akquisitions- und Exitjahr

Preis je Aktie	382	DKK	Debt Tender	13.204	Jahr der Übernahme	2006
Anzahl gekaufte Aktien	171.58	Millionen	Transaktions- & Akquisegebühren	969	Jahr des Exit	2011
Gesamtkosten der Übernahme	79.717		davon an Externe (Advisors etc.)	727	EXIT: EBITDA-multiple	manuell
			EK-Anteil am Zielunternehmen	87,90%	(sonst automatisch)	6,3x

#### Exchange Rates

	LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USD/EUR	1,18	1,32	1,35	1,35	1,3	1,3	1,25	1,2	1,1	1	1
DKK/EUR	7,46	7,46	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44
DKK/USD	6,32	5,65	5,51	5,51	5,72	5,72	5,95	6,20	6,76	7,44	7,44

#### Interest Rates

	LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
3M-Euribor	3%	3%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%

#### Übernahmefinanzierung

Betrag	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eigenkapital	18.700									
FK: sonstiges (Festzins)	0									
FK: sonstige (Zins variabel)	0									
FK: Term A	11.757									
FK: Term B&C	36.778									
FK: HYN	15.151	1	1							

#### Zins-Marge in bps (auf Euribor)

FK: sonstiges (Zins variabel)	150,0	Transaktionsgebühren (% der Übernahmefinanzierung)	1,23%
FK: Term A	212,5	Mgmt.gebühren Portfolio-Unt. an GP	35 p.a.
FK: Term B&C	262,5	Mgmt.gebühren PE-Fonds an GP	0 p.a.
FK: HYN	550,0		

#### Verbesserung p.a.

(bereinigt um Zu-/ Verkäufe v. Konzernteilen)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abschreibungen	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umsatz- und operative Kosten	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Eingabe von LTM-Werten (TDC 2005, korrigiert um Sondereffekte)

Umsatz	46.588
EBIT	5.956
Netto-Zinsergebnis	-872
Abschreibungen	6.790
CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547
Working Cap. % vom Umsatz	9,20%
Zinssatz auf gegenwärtiges FK	5,38%
Fremdkapital bei Übernahme (Festzins.)	35.000
Fremdkapital bei Übernahme (Var. Zins)	43.800
Eigenkapital bei Übernahme	
TDC Group Vermögen, Ende 2006	113.574
TDC Eigenkapital, Ende 2006	14.500

#### Carried Interest-Verteilung:

Limited Partner	80%
General Partner	20%
Catch up (ja=1 ; sonst: kein Catch up)	JA 1
Rückzahlung Einlage Limited Partner	100%
Rückzahlung Einlage General Partner	100%
Vorzugsverzinsung	
auf ausstehendes Kapital Limited Partner	8,00%
auf bis Exit gesperrte Portfolio-Mgmt. Ausschüttungen	8,00%
Unternehmenssteuersatz	25,00%
Zinsschranke Regeln:	
(Max. Abzugsfähigkeit Zinsaufwand)	
1. Debt-Equity Ratio	4,00
2. % des Vermögens	6,5%
3. % des EBIT	80,0%

#### Anteile am Eigenkapital

	Fonds-Anteil	Target	Kaufpreis
	AngelLux	NTCH	mDKK
Fonds-EK-Anteil General Partner	1,00%	0,99%	187
Fonds-EK-Anteil Limited Partner	99,00%	97,56%	18.513
NTCH-EK-Anteil TargetCo Management		1,46%	51,5
			5,4

## II. Rendite-Ergebnisse im Überblick

### II.1. Fonds

IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)	17,0%	p.a.
Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)	1,8x	
IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)	15,9%	p.a.
Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)	1,8x	

### II.2. Fondsinvestoren

Limited Partner IRR	13,9%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	1,6x	
General Partner IRR	68,6%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	18,1x	

### II.3. Management des Portfolio-Unternehmens

Management IRR	61,7%	p.a.
Distributions to paid-in-capital	10,1x	

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## Peers-Blatt

Eingaben nur in gelb markierten Feldern!

### Peer Group: Integrierte Telekommunikationsbetreiber

Control Premium in %	Währung	Marktwert Eigenkap.	Netto Verbindl.	Firmenwert (FW)	LTM			FW / LTM	
					Umsatz	EBITDA	EBITDA-Marge	Umsatz	EBITDA
10%	DKK	15.889	0	14.444	9.252	2.555	27,6%	1,6	5,7
10%	USD	158	863	1.006	426	178	41,8%	2,4	5,7
10%	USD	363	863	1.226	426	178	41,8%	2,9	6,9

### Peers (21.08.2007)

Magyar Telekom	HUF	968.732	231.894	1.200.626	671.196	318.354	47,4%	1,8	3,77
Telekom Austria	EUR	8.160	3.230	11.390	4.760	1.907	40,1%	2,4	5,97
Belgacom	EUR	9.803	1.661	11.464	6.022	2.149	35,7%	1,9	5,33
KPN	EUR	21.677	8.261	29.938	11.941	4.869	40,8%	2,5	6,15
Swisscom	CHF	23.623	5.768	29.391	9.653	3.767	39,0%	3,0	7,80
Telekomunikacja Polska	PLN	28.280	5.901	34.181	18.625	8.342	44,8%	1,8	4,10

Min
Average
Median
Max

35,7%	1,8	3,8
41,3%	2,2	5,5
40,4%	2,1	5,7
47,4%	3,0	7,8

### Peer Group: Kabelnetzbetreiber

Control Premium in %	Währung	Marktwert Eigenkap.	Netto Verbindl.	Firmenwert (FW)	LTM			FW / LTM	
					Umsatz	EBITDA	EBITDA-Marge	Umsatz	EBITDA
10%	DKK	7.489	0	6.809	2.458	616	25,1%	2,8	11,1

### Peers (21.08.2007)

Primacom	EUR	216	329	545	116	50	43,3%	4,7	10,82
Comcast	USD	78.360	26.001	104.361	24.966	9.442	37,8%	4,2	11,05
PT Multimedia	EUR	3.635	227	3.862	657	213	32,5%	5,9	18,09
Virgin Media	GBP	7.547	5.741	13.288	3.602	1.056	29,3%	3,7	12,59
Telecom Italia Media	EUR	860	136	996	207	-82	-39,7%	4,8	-12,11

Min
Average
Median
Max

-39,7%	3,7	-12,1
20,6%	4,6	8,1
32,5%	4,7	11,1
43,3%	5,9	18,1

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## Disposals-Blatt

I. Divestment/ Investment zu konsolidierende Beteiligungen; Bereinigung von operativen Positionen notwendig

### I.a. Vermögensveräußerungen

Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmetermin

#### Bite

##### 100% verkauft

Verkaufserlös n. St.	mEUR
Verkaufserlös n. St.	mDKK
Marktwert	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
		450								
		1.200								
		1.200								
		1.337								
		576								
		558								
		229								
		94								
		86								

#### Talkline

##### 100% verkauft

Verkaufserlös n. St.	mEUR
Verkaufserlös n. St.	mDKK
Marktwert	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
		560								
		3.300								
		3.300								
		7.528								
		4.691								
		2.334								
		538								
		527								
		482								

#### HTCC

##### noch zu veräußern

Daten 2006	
Börsenkapitalisierg.	mUSD
Börsenkapitalisierg.	mDKK
Marktwert (MAX aus EBITDA-Peer und Börsenkap.)	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

#### Unternehmensplanung eingeben

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
		1.819	1.819	2.510	3.139					
	2.408	2.504	2.604	2.708						
	819	795	771	748						
	582	565	548	531						
	1.006	1.144	1.285	1.429						
	418	426	443	460						
	169	175	182	190						

#### TDC's Anteil an HTCC

Verkauf geplant für

62,0%  
2009

Marktwert (EBITDA-Peer)	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
				1.346						
				1.679						
				464						
				329						
				886						
				285						
				118						

#### TDC Switzerland

##### noch zu veräußern

Daten 2006	
Marktwert (EBITDA-Peer)	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

#### Unternehmensplanung eingeben

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	14.444	15.201	15.943	16.671						
	9.252	9.252	9.252	9.252						
	6.697	6.563	6.432	6.303						
	0	0	0	0						
	2.555	2.689	2.820	2.949						
	1.455	1.388	1.388	1.388						
	937	925	925	925						

#### TDC's Anteil an TDC Switzerland

Verkauf geplant für

100,0%  
2008

Marktwert (EBITDA-Peer)	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
			0							
			0							
			15.943							
			9.252							
			6.432							
			0							
			2.820							
			1.388							
			925							

### I.b. Akquisitionen

#### 1. Esbjerg Cable

##### 2. callmobile

Kaufpreis	mDKK
Umsatz	mDKK
Umsatzkosten	mDKK
andere Kosten	mDKK
EBITDA	mDKK
Abschreibungen	mDKK
CAPEX	mDKK

Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	280									
	90									
	27									
	63									
	9									
	9									

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## Disposals-Blatt (Fortsetzung)

### I. TOTAL

				Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marktwert	mDKK			0	-280	4.500	15.943	1.946	0	0	0	0	0	0
VK-Erlös n. St.	mDKK	Steuersatz	25%	0	-210	3.375	11.958	1.460	0	0	0	0	0	0
Umsatz	mDKK			0	-90	8.865	9.252	1.679	0	0	0	0	0	0
Umsatzkosten	mDKK			0	-27	5.267	6.432	464	0	0	0	0	0	0
andere Kosten	mDKK			0	0	2.892	0	329	0	0	0	0	0	0
EBITDA	mDKK			0	-63	767	2.820	886	0	0	0	0	0	0
Abschreibungen	mDKK			0	-9	621	1.388	285	0	0	0	0	0	0
CAPEX	mDKK			0	-9	567	925	118	0	0	0	0	0	0

### II. Sale & Lease Back

Immobilien				Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VK-Erlös n. St.	mDKK					2.800								
Mietaufwand	mDKK					-205								

### III. NICHT konsolidierte Divestments/ Investments (at-equity); keine Bereinigung von operativen Positionen!

#### One

				Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VK Erlös n. St.	mEUR					210								
VK Erlös n. St.	mDKK					900								

#### Polkomtel

				Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VK Erlös n. St.	mEUR					651	205							
VK Erlös n. St.	mDKK					4.840	1.528							

#### III. Total

				Pre-LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VK Erlös n. St.	mEUR			0	0	861	205	0	0	0	0	0	0	0
VK Erlös n. St.	mDKK			0	0	5.740	1.528	0	0	0	0	0	0	0

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## TargetCalc-Blatt

### LBO Bewertung TDC A/S

Währungsangaben in mDKK (falls nicht explizit genannt)  
Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmedatum

#### I. Kosten der Übernahme, Akquisitions- und Exitjahr

Preis je Aktie	382	DKK	Debt Tender	13.204	Jahr der Übernahme	2006
# Aktien gekauft	172	million	Transaktionsgebühren	969	Jahr des Exit	2011
Gesamtkosten der Übernahme	79.717		EK-Anteil am Zielunternehmen	87,9%	EXIT: EBITDA-multiple	6,3

#### II. Finanzierung

#### Tilgung (+) & Neukreditaufnahme (-)

Kapitalart	LBO-Finanzg.	% of total financing	Tilgung (+) & Neukreditaufnahme (-)												
			2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015			
EK	18.700	22,7%													
FK: sonstige (Festzins)	0	0,0%	18.314		1.600	2.600				5.400					
FK: sonstige (Zins variabel)	0									-3.000	-12.000	-14.000	-10.000		
FK: Term A	11.757	14,3%	1.680	5.360	580	780	1.680	1.680							
FK: Term B&C	36.778	44,6%		3.900								14.889	17.989		
FK: HYN	15.151	18,4%													15.151
TOTAL	82.386														

#### Zinssätze

#### Margin in bps

FK: existierende (Zins fix)	Pre-LBO	Margin in bps													
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015				
FK: existierende (Zins fix)	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%
FK: sonstige (Zins variabel)	150,0	4,50%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
FK: Term A	212,5	5,13%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%
FK: Term B&C	262,5	5,63%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%
FK: HYN	550,0	8,34%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%

#### II. LTM-Werte (TDC 2005, korrigiert um Sondereffekte)

Umsatz	46.588	Umsatzkosten (% vom Umsatz)	72,64%	= 1 - (EBITDA)/Umsatz
EBIT	5.956	CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547	
Netto-Zinsergebnis	-872	Working Cap. (% vom Umsatz)	9,2%	
Abschreibungen	6.790			

#### IV. Zukünftige operative Entwicklung

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz: Steigerung ggü. Vorjahr	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abschreibungen: Verringerung ggü. Vorjahr	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX: Verringerung ggü. Vorjahr	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Cap : % vom Umsatz	9,0%	8,8%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Umsatz- und op. Kosten: % vom Umsatz	69,7%	66,9%	64,9%	63,0%	61,7%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%

#### V. Verkauf/ Ankauf von Assets (Eingabe nur für das Jahr der Transaktion; Ankauf(-)/ Verkauf(+))

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Asset ver-/ gekauft: VK-Erlös n. St.	-210	11.915	13.486	1.460	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Umsatz	-90	8.865	9.252	1.679	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Kosten	-27	5.062	6.432	464	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Abschreibungen	-9	621	1.388	285	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: CAPEX	-9	567	925	118	0	0	0	0	0	0

#### VI. Unternehmenssteuern/ Zinsschranke

Steuersatz	25,00%	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
echter Zinsaufwand der Periode		3.935	4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

#### Zinsschranke Obergrenze f. Abzugsfähigkeit

1. Debt:Equity Regel											
Debt:Equity Ratio	4,00										
Debt:Equity Ratio (lt. Planung)		6	6	7	7	6	5	4	3	3	2
steuerl. Abzugsfähige Zinsen		2.840	3.505	2.357	2.484	2.854	3.071	3.591	4.070	3.723	3.273

#### 2. Vermögens-Regel

% des Vermögens	6,5%										
Vermögen (geschätzt über Umsatzentwicklung)		113.574	94.698	74.521	72.006	73.446	74.915	76.413	77.942	79.500	81.090
Zinsen in % vom Vermögen (lt. Planung)			5,1%	5,6%	5,8%	5,6%	5,3%	5,1%	5,2%	4,7%	4,0%
steuerl. Abzugsfähige Zinsen			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

#### 3. EBIT-Regel

% des EBIT	80,0%										
Zinsaufwand inkl. Vorträge lt. EBIT-Regel			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273
EBIT (lt. Planung)			6.924	7.479	7.001	8.241	8.900	9.183	9.436	9.694	9.957
Zinsen in % vom EBIT (lt. Planung)			70,2%	56,2%	59,5%	49,9%	44,9%	42,3%	43,1%	38,4%	32,9%
steuerl. Abzugsfähige Zinsen			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

#### MIN aus 1. bis 3. = MAX abzugsfähige Zinsen

MIN aus 1. bis 3. = MAX abzugsfähige Zinsen		2.840	3.505	2.357	2.484	2.854	3.071	3.591	4.070	3.723	3.273
Steuerpflichtiges Eink.		-607	3.419	5.122	4.516	5.387	5.828	5.592	5.366	5.971	6.684
Steuern		-152	855	1.280	1.129	1.347	1.457	1.398	1.342	1.493	1.671

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## TargetCalc-Blatt (Fortsetzung I)

### VII. Auswertung

#### VII.1. CASHFLOW Planung

	TDC	NTCH Group (TDC konsolidiert)									
	PRE- LBO										
	LTM-Werte	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz	46.588	47.610	39.697	31.239	30.185	30.788	31.404	32.032	32.673	33.326	33.993
- Umsatz- und operative Kosten	33.842	33.165	27.448	19.862	19.607	19.006	18.998	19.378	19.765	20.161	20.564
- Sonderausgaben (non-recurrent)		969									
- Sonderausgaben (recurrent)		35	35	35	35	35	35	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>12.746</b>	<b>13.441</b>	<b>12.214</b>	<b>11.342</b>	<b>10.543</b>	<b>11.748</b>	<b>12.371</b>	<b>12.654</b>	<b>12.907</b>	<b>13.166</b>	<b>13.429</b>
EBITDA-Marge	27%	28%	31%	36%	35%	38%	39%	40%	40%	40%	40%
- Abschreibungen TDC Group	6.790	5.964	5.290	3.863	3.542	3.507	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
- Sonderabschreibungen (Goodwill etc.)		5.244									
<b>EBIT</b>	<b>5.956</b>	<b>2.233</b>	<b>6.924</b>	<b>7.479</b>	<b>7.001</b>	<b>8.241</b>	<b>8.900</b>	<b>9.183</b>	<b>9.436</b>	<b>9.694</b>	<b>9.957</b>
EBIT-Marge	13%	5%	17%	24%	23%	27%	28%	29%	29%	29%	29%
- Zinsen FK: sonstige (Festzins)		1.882	897	897	811	672	672	672	381	381	381
- Zinsen FK: sonstige (Zins variabel)		0	0	0	0	0	0	0	186	930	1.798
- Zinsen FK: Term A		603	802	437	397	344	229	115	115	115	115
- Zinsen FK: Term B&C		2.069	2.694	2.408	2.408	2.408	2.408	2.408	2.408	1.318	0
- Zinsen FK: HYN		1.264	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361
Einkommen v.St.		-3.585	1.169	2.376	2.023	3.457	4.230	4.628	4.985	5.590	6.303
- Steuern auf gewöhnliche Geschäftstätigkeit		953	855	1.280	1.129	1.347	1.457	1.398	1.342	1.493	1.671
Eink. n. St.		-4.538	314	1.095	894	2.110	2.773	3.230	3.644	4.097	4.632
+ Abschreibungen		11.208	5.290	3.863	3.542	3.507	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
<b>CF Oper.</b>	<b>6.670</b>	<b>5.604</b>	<b>4.958</b>	<b>4.436</b>	<b>5.616</b>	<b>6.244</b>	<b>6.701</b>	<b>7.115</b>	<b>7.569</b>	<b>8.103</b>	
- CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547	5.445	4.780	3.778	3.587	3.515	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445
- WC Änderung		92	-699	-732	-89	50	50	51	52	53	54
+ Assetverkäufe		210	-11.915	-13.486	-1.460	0	0	0	0	0	0
- sonstige (u.a. TDC-Aktienübernahme)		45.964									
<b>CF Investition</b>	<b>-51.711</b>	<b>7.834</b>	<b>10.441</b>	<b>-2.038</b>	<b>-3.565</b>	<b>-3.495</b>	<b>-3.496</b>	<b>-3.497</b>	<b>-3.498</b>	<b>-3.499</b>	
+ Kapitalerhöhung		10.991									
+ Aufnahme FK (Akquisitionsfinanz)		63.686									
- Sonderdividende an Minority Sh. (Rekap.)		5.366	1.833								
- Tilgung/Refin. FK: sonstige (Festzins)		18.314	0	1.600	2.600	0	0	5.400	0	0	0
- Tilgung/Refin. FK: sonstige (Zins variabel)		0	0	0	0	0	0	-3.000	-12.000	-14.000	-10.000
- Tilgung FK: Term A		0	5.360	580	780	1.680	1.680	0	0	0	0
- Tilgung FK: Term B&C		0	3.900	0	0	0	0	0	14.889	17.989	0
- Tilgung FK: HYN		0	0	0	0	0	0	0	0	0	15.151
<b>CF Finanzierung</b>	<b>50.997</b>	<b>-9.260</b>	<b>-4.013</b>	<b>-3.380</b>	<b>-1.680</b>	<b>-1.680</b>	<b>-2.400</b>	<b>-2.889</b>	<b>-3.989</b>	<b>-5.151</b>	
- Aufbau/(Abbau) Cash Reserve	3.236	3.740		-2.000	-1.500						
<b>FCFE NTCH Group</b>	<b>2.216</b>	<b>4.179</b>	<b>11.386</b>	<b>1.019</b>	<b>1.872</b>	<b>1.070</b>	<b>805</b>	<b>729</b>	<b>82</b>	<b>-547</b>	
Cash Bestand Anfang	6.827	3	3.743	3.743	3.743	1.743	243	243	243	243	
Cash Bestand Ende	10.063	3.743	3.743	3.743	1.743	243	243	243	243	243	

#### VII.2. Verteilung NTCH Group-Ausschüttungen (Nebenrechnung aufgrund verbliebenen Minority Shareholder-Anteils auf Ebene TDC A/S)

<b>FCFE NTCH Group</b>	<b>2.216</b>	<b>4.179</b>	<b>11.386</b>	<b>1.019</b>	<b>1.872</b>	<b>1.070</b>	<b>805</b>	<b>729</b>	<b>82</b>	<b>-547</b>
+ Zinsen NTCH ApS Ebene	1.264	1.361	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Tilgungen NTCH ApS Ebene	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ sonstige Ausgaben NTCH ApS	727									
- Kapitalerhöhung NTCH ApS	10.991	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCFE TDC</b>	<b>-6.783</b>	<b>5.540</b>	<b>11.386</b>	<b>1.019</b>	<b>1.872</b>	<b>1.070</b>	<b>805</b>	<b>729</b>	<b>82</b>	<b>-547</b>

#### Ausschüttungen an Minority Shareholder

Anteil Minority Sh. an TDC A/S 12,10%

Reguläre Dividende (Anteil am FCFE TDC, wenn >0)	0	670	1.378	123	226	129	97	88	10	0
Sonderausschüttung (Rekapitalisierung)	5.366	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ausschüttungen gesamt an Minority Shareholder</b>	<b>5.366</b>	<b>670</b>	<b>1.378</b>	<b>123</b>	<b>226</b>	<b>129</b>	<b>97</b>	<b>88</b>	<b>10</b>	<b>0</b>

<b>Ausschüttungen an PE-Fonds/ NTCI</b>	<b>2.216</b>	<b>3.509</b>	<b>10.008</b>	<b>896</b>	<b>1.645</b>	<b>940</b>	<b>708</b>	<b>641</b>	<b>72</b>	<b>-547</b>
---	--------------	--------------	---------------	------------	--------------	------------	------------	------------	-----------	-------------

## I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

### TargetCalc-Blatt (Fortsetzung II)

#### VIII. Weitere Ergebnisse LBO/ Merger Covenants

Leverage Covenants		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sr. Debt / EBITDA		4,9	4,6	4,7	4,8	4,1	3,8	3,5	3,2	2,9	3,6
Sr. Debt / (EBITDA - Capex)		8,2	7,5	7,1	7,2	5,9	5,3	4,8	4,4	3,9	4,8
Total Debt / EBITDA		6,0	5,8	6,1	6,2	5,4	5,0	4,7	4,4	4,0	3,6
Total Debt / (EBITDA - Capex)		10,1	9,6	9,1	9,4	7,8	7,0	6,5	6,0	5,4	4,8

Coverage Covenants		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA / Sr. Interest Expense		5,0	3,5	4,0	3,8	4,3	4,7	5,0	4,8	5,6	7,0
(EBITDA - Capex) / Sr. Int. Exp.		3,0	2,1	2,7	2,5	3,0	3,4	3,7	3,5	4,1	5,2
EBITDA / Total Interest Expense		3,4	2,5	2,7	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2	3,5	4,1
(EBITDA - Capex) / Total Int. Exp.		2,0	1,5	1,8	1,7	2,0	2,2	2,4	2,3	2,6	3,1

#### Acquisition und Exit Multiples

Exit Erlöse	
Exit Jahr	2011
x EBITDA Multiple	6,3x
Exit Jahr EBITDA	12.371
Exit Bewertung	77.838
- Total verbleibende Schulden	62.194
<b>Nettoerlöse für das EK</b>	<b>15.644</b>
<b>Nettoerlöse für PE-Anteil am EK</b>	<b>13.751</b>

Acquisition Multiple	
Kaufpreis / EBITDA	6,3

#### Cash-orientierte Gesamtkapitalrendite aus Geschäftstätigkeit

(EBITDA - CAPEX - WC-Än.) / (EK + FK)	8,3%	10,0%	10,5%	9,3%	11,1%	12,3%	13,1%	14,1%	15,4%	17,2%
---------------------------------------	------	-------	-------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

#### Kapital-Struktur

LTM	PRE- LBO	Nach LBO									
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FK: sonstige (Festzins)	35.000	16.686	16.686	15.086	12.486	12.486	12.486	7.086	7.086	7.086	7.086
FK: sonstige (Zins variabel)	0	0	0	0	0	0	0	3.000	15.000	29.000	39.000
FK: Term A	0	11.757	6.397	5.818	5.038	3.359	1.679	1.679	1.679	1.679	1.679
FK: Term B&C	0	36.778	32.878	32.878	32.878	32.878	32.878	32.878	17.989	0	0
FK: HYN	0	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	0
FK gesamt	35.000	80.372	71.112	68.933	65.553	63.873	62.194	59.794	56.905	52.916	47.765
EK	43.800	14.500	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962
D/E	80%	554%	714%	692%	658%	641%	624%	600%	571%	531%	479%
D/(D+E)	44%	85%	88%	87%	87%	87%	86%	86%	85%	84%	83%

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## IRR PE-Investor-Blatt

		Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmedatum							
Währung/ Einheit: mDKK		LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
<b>I. Ebene - Gesellschafter NTCH Group (Fond &amp; TargetCo-Mmgt.)</b>									
<b>NTCI (PE fonds &amp; TargetCo Mmgt.) FCFE-Anteil + Exit-Erlös</b>		<b>Anteil:</b>	<b>87,9%</b>	2.216	3.509	10.008	896	1.645	15.644
Cash Flow aus Verkauf NTCI-EK-Anteil an TargetCo Mmgt.			51,5						
Zufluß Transaktions- und Akquisitionsgebuhren			989						
Anteil TargetCo Management an NTCI-FCFE (Non-cash Gewinnanteil)		1,46%	32	51	146	13	24	228	
Auszahlung TargetCo Mmgt. Anteil bei Exit; Verzinsung zu		8,00%	0	0	0	0	0	570	
<b>Fonds Cash Flows von/nach Portfolio-Unternehmen</b>			-18.700	3.236	3.509	10.008	896	1.645	15.074
<b>IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)</b>		<b>17,0%</b>	p.a.						
<b>Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)</b>		<b>1,8x</b>							
GP Fonds-Management Gebühren (% p.a., auf Fond-Einlage)		0,0%	p.a.						
Abfluß Transaktionsgebühren etc.			727						
<b>Fonds Cash Flows nach Gebühren</b>			-18.700	2.509	3.509	10.008	896	1.645	15.074
<b>IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)</b>		<b>15,9%</b>	p.a.						
<b>Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)</b>		<b>1,8x</b>							
<b>II. Ebene - Gesellschafter des Fonds (Limited &amp; General Partner)</b>									
<b>II.1. Annahmen</b>									
<b>PE-Fonds-Anteile</b>									
Fonds-EK-Anteil Limited Partner		99,0%	18.513						
Fonds-EK-Anteil General Partner		1,0%	187						
<b>Verwässerung Holding-Anteile durch Management-Beteiligung</b>									
Holding-EK-Anteil General Partner		1,0%	187,0						
Holding-EK-Anteil Limited Partner		97,6%	18.513,0						
Holding-EK-Anteil TargetCo Mmgt.		1,5%	51,5						
<b>Envy-Ratio</b>		<b>5,4</b>							
Fonds Cash Out			-18.700						
Fonds Cash In nach Gebühren, vor Ausschüttung			2.509	3.509	10.008	896	1.645	15.074	
kum. Fonds Cash In nach Gebühren			2.509	6.018	16.026	16.922	18.567	33.641	
<b>II.2. Ausschüttungsmechanismus an Fonds-Gesellschafter</b>									
<b>1. Rückzahlung Einlage Limited Partner</b>		<b>100%</b>	von <b>18.513</b>	2.509	3.509	10.008	896	1.591	0
kum. Rückzahlung Einlage Limited Partner				2.509	6.018	16.026	16.922	18.513	18.513
Fonds Kapital nach Rückzahlung Einlage Limited Partner				0	0	0	0	54	15.128
Ausstehendes Kapital Limited Partner, Anfang der Periode			18.513	16.004	12.495	2.487	1.591	0	
Ausstehendes Kapital Limited Partner, Ende der Periode			16.004	12.495	2.487	1.591	0	0	
<b>2. Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner</b>		<b>8,00%</b>	p.a.	0	0	0	0	54	5.489
Vorzugsverzinsung auf ausstehendes Kapital der Limited Partner		8,00%	p.a.	1.481	1.280	1.000	199	127	0
kum. Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner				0	0	0	0	54	5.542
Fonds Kapital nach Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner				0	0	0	0	0	9.586
<b>3. Rückzahlung Einlage General Partner</b>		<b>100%</b>	von <b>187</b>	0	0	0	0	0	187
kum. Rückzahlung Einlage an General Partner				0	0	0	0	0	187
Fonds Kapital nach Ausschüttung Einlage General Partner				0	0	0	0	0	9.399
<b>4. Auszahlung Catch up General Partner</b>		25% von LP-Vorzugsverz. =	1.386	0	0	0	0	0	1.386
kum. Catch up General Partner				0	0	0	0	0	1.386
Fonds Kapital nach Ausschüttung Catch up General Partner				0	0	0	0	0	8.013
<b>5. Auszahlung Carried Interest</b>									
Anteil Limited Partner		80%	0	0	0	0	0	6.410	
Anteil General Partner		20%	0	0	0	0	0	1.603	
Fonds Kapital nach Ausschüttung Carried Interest			0	0	0	0	0	0	

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 1

## IRR PE-Investor-Blatt (Fortsetzung)

### III. Erfolgsrechnung Fonds-Partner & TargetCo Management

#### III.1. Limited Partner

Cash-out (Einlage in Fond)	-18.513						
+ Rückzahlung Einlage Limited Partner		2.509	3.509	10.008	896	1.591	0
+ Vorzugsverzinsung auf ausstehendes Kapital der Limited Partner		0	0	0	0	54	5.489
+ Anteil am Carried Interest		0	0	0	0	0	6.410
= Cash Flows Zeitreihe	-18.513	2.509	3.509	10.008	896	1.645	11.899
<b>Limited Partner IRR</b>		<b>13,9% p.a.</b>					
<b>Distributions to paid-in-capital</b>		<b>1,6x</b>					

#### III.2. General Partner (PE firm group)

J. Cash-out (Einlage in Fond)	-187						
+ Rückzahlung Einlage Limited Partner		0	0	0	0	0	187
+ Catch up 1/4 von LP-Vorzugs 1.386		0	0	0	0	0	1.386
+ Anteil am Carried Interest		0	0	0	0	0	1.603
+ Transaktionshonorar							
+ Management-Honorar aus PE-Fonds		0	0	0	0	0	0
+ Management-Honorar aus Portfolio-Unternehmen		35	35	35	35	35	35
= Cash Flows Zeitreihe	-187	35	35	35	35	35	3.210
<b>General Partner IRR</b>		<b>68,6% p.a.</b>					
<b>Distributions to paid-in-capital</b>		<b>18,1x</b>					

#### III.3. TDC Management

Cash-out für Erwerb Anteile	-51,5						
+ Anteil TargetCo Management an NTCH Cash Flow to EK (Auszahlung bei Exit; Aufzinsung zu Vorzugsverzinsungssatz wie LPs)		32,3	51,1	145,9	13,1	24,0	228,0
Aufzinsung 8,00%							
Auszahlung bei Exit		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	569,9
= Cash Flows Zeitreihe	-51,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	569,9
<b>Management IRR</b>		<b>61,7% p.a.</b>					
<b>Distributions to paid-in-capital</b>		<b>10,1x</b>					

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 2

## Cockpit-Blatt

COCKPIT LBO-Case: TDC

Eingaben nur in gelb markierten Feldern!

Währungsangaben in mDKK (falls nicht explizit genannt)  
Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmetermin

### I. Allgemeine Eingaben

#### Kosten der Übernahme, Akquisitions- und Exitjahr

Preis je Aktie	382	DKK	Debt Tender	13.204	Jahr der Übernahme	2006
Anzahl gekaufte Aktien	171.58	Millionen	Transaktions- & Akquisegebühren	969	Jahr des Exit	2011
Gesamtkosten der Übernahme	79.717		davon an Externe (Advisors etc.)	727	EXIT: EBITDA-multiple	manuell
			EK-Anteil am Zielunternehmen	87,90%	(sonst automatisch)	6,5x

#### Exchange Rates

	LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USD/EUR	1,18	1,32	1,35	1,35	1,3	1,3	1,25	1,2	1,1	1	1
DKK/EUR	7,46	7,46	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44
DKK/USD	6,32	5,65	5,51	5,51	5,72	5,72	5,95	6,20	6,76	7,44	7,44

#### Interest Rates

	LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
3M-Euribor	3%	3%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%

#### Übernahmefinanzierung

Betrag	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eigenkapital	18.700									
FK: sonstiges (Festzins)	0									
FK: sonstige (Zins variabel)	0									
FK: Term A	11.757									
FK: Term B&C	36.778									
FK: HYN	15.151	1	1							

#### Zins-Marge in bps (auf Euribor)

FK: sonstiges (Zins variabel)	150,0	Transaktionsgebühren (% der Übernahmefinanzierung)	1,23%
FK: Term A	212,5	Mgmt.gebühren Portfolio-Unt. an GP	35 p.a.
FK: Term B&C	262,5	Mgmt.gebühren PE-Fonds an GP	0 p.a.
FK: HYN	550,0		

#### Verbesserung p.a.

(bereinigt um Zu-/ Verkäufe v. Konzernteilen)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umsatz- und operative Kosten	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

#### Eingabe von LTM-Werten (TDC 2005, korrigiert um Sondereffekte)

Umsatz	46.588
EBIT	5.956
Netto-Zinsergebnis	-872
Abschreibungen	6.790
CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547
Working Cap. % vom Umsatz	9,20%
Zinssatz auf gegenwärtiges FK	5,38%
Fremdkapital bei Übernahme (Festzins.)	35.000
Fremdkapital bei Übernahme (Var. Zins)	43.800
Eigenkapital bei Übernahme	
TDC Group Vermögen, Ende 2006	113.574
TDC Eigenkapital, Ende 2006	14.500

#### Carried Interest-Verteilung:

Limited Partner	80%
General Partner	20%
Catch up (ja=1 ; sonst: kein Catch up)	JA 1
Rückzahlung Einlage Limited Partner	100%
Rückzahlung Einlage General Partner	100%
Vorzugsverzinsung	
auf ausstehendes Kapital Limited Partner	8,00%
auf bis Exit gesperrte Portfolio-Mgmt. Ausschüttungen	8,00%
Unternehmenssteuersatz	25,00%
Zinsschranke Regeln:	
(Max. Abzugsfähigkeit Zinsaufwand)	
1. Debt-Equity Ratio	4,00
2. % des Vermögens	6,5%
3. % des EBIT	80,0%

#### Anteile am Eigenkapital

	Fonds-Anteil	Target	Kaufpreis
	AngelLux	NTCH	mDKK
Fonds-EK-Anteil General Partner	1,00%	0,99%	187
Fonds-EK-Anteil Limited Partner	99,00%	97,56%	18.513
NTCH-EK-Anteil TargetCo Management		1,46%	51,5
			5,4

## II. Rendite-Ergebnisse im Überblick

### II.1. Fonds

IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)	-20,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)	0,6x
IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)	-22,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)	0,6x

### II.2. Fondsinvestoren

Limited Partner IRR	-22,2% p.a.
Distributions to paid-in-capital	0,6x
General Partner IRR	3,4% p.a.
Distributions to paid-in-capital	1,1x

### II.3. Management des Portfolio-Unternehmens

Management IRR	32,2% p.a.
Distributions to paid-in-capital	3,0x

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 2

## TargetCalc-Blatt

### LBO Bewertung TDC A/S

Währungsangaben in mDKK (falls nicht explizit genannt)

Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmedatum

### I. Kosten der Übernahme, Akquisitions- und Exitjahr

Preis je Aktie	382	DKK	Debt Tender	13.204	Jahr der Übernahme	2006
# Aktien gekauft	172	million	Transaktionsgebühren	969	Jahr des Exit	2011
Gesamtkosten der Übernahme	79.717		EK-Anteil am Zielunternehmen	87,9%	EXIT: EBITDA-multiple	6,5

### II. Finanzierung

Kapitalart	LBO-Finanzg.	% of total financing	Tilgung (+) & Neukreditaufnahme (-)											
			2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
EK	18.700	22,7%												
FK: sonstige (Festzins)	0	0,0%	18.314		1.600	2.600				5.400				
FK: sonstige (Zins variabel)	0									-3.000	-12.000	-14.000	-10.000	
FK: Term A	11.757	14,3%	1.680	5.360	580	780	1.680	1.680						
FK: Term B&C	36.778	44,6%		3.900							14.889	17.989		
FK: HYN	15.151	18,4%												15.151
TOTAL	82.386													

Zinssätze	Margin in bps	Pre-LBO	2006-2015											
			2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
FK: existierende (Zins fix)		5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%
FK: sonstige (Zins variabel)	150,0		4,50%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
FK: Term A	212,5		5,13%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%
FK: Term B&C	262,5		5,63%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%
FK: HYN	550,0		8,34%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%

### II. LTM-Werte (TDC 2005, korrigiert um Sondereffekte)

Umsatz	46.588	Umsatzkosten (% vom Umsatz)	72,64%	= 1 - (EBITDA)/Umsatz
EBIT	5.956	CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547	
Netto-Zinsergebnis	-872	Working Cap. (% vom Umsatz)	9,2%	
Abschreibungen	6.790			

### IV. Zukünftige operative Entwicklung

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz: Steigerung ggü. Vorjahr	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen: Verringerung ggü. Vorjahr	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX: Verringerung ggü. Vorjahr	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Cap : % vom Umsatz	9,0%	8,8%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Umsatz- und op. Kosten: % vom Umsatz	71,2%	69,8%	68,4%	67,0%	65,7%	64,3%	63,1%	61,8%	60,6%	59,4%

### V. Verkauf/ Ankauf von Assets (Eingabe nur für das Jahr der Transaktion; Ankauf(-)/ Verkauf(+))

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Asset ver-/ gekauft: VK-Erlös n. St.	-210	11.915	13.486	1.460	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Umsatz	-90	8.865	9.252	1.679	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Kosten	-27	5.062	6.432	464	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Abschreibungen	-9	621	1.388	285	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: CAPEX	-9	567	925	118	0	0	0	0	0	0

### VI. Unternehmenssteuern/ Zinsschranke

Steuersatz	25,00%	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
echter Zinsaufwand der Periode		3.935	4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

### Zinsschranke Obergrenze f. Abzugsfähigkeit

1. Debt:Equity Regel											
Debt:Equity Ratio	4,00										
Debt:Equity Ratio (lt. Planung)		6	6	8	9	9	10	10	9	8	6
steuerl. Abzugsfähige Zinsen		2.840	3.505	2.130	1.901	1.813	1.552	1.532	1.745	1.853	2.020

### 2. Vermögens-Regel

% des Vermögens	6,5%										
Vermögen (geschätzt über Umsatzentwicklung)		113.574	92.004	69.493	65.407	65.407	65.407	65.407	65.407	65.407	65.407
Zinsen in % vom Vermögen (lt. Planung)			5,3%	6,1%	6,4%	6,3%	6,1%	5,9%	6,2%	5,7%	5,0%
steuerl. Abzugsfähige Zinsen			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

### 3. EBIT-Regel

% des EBIT	80,0%										
Zinsaufwand inkl. Vorträge lt. EBIT-Regel			4.857	5.075	5.047	5.454	4.901	3.923	4.070	3.723	3.273
EBIT (lt. Planung)			4.985	5.242	4.632	5.689	6.077	6.458	6.797	7.130	7.455
Zinsen in % vom EBIT (lt. Planung)			97,4%	96,8%	109,0%	95,9%	80,6%	60,7%	59,9%	52,2%	43,9%
steuerl. Abzugsfähige Zinsen			3.988	4.194	3.706	4.551	4.862	3.923	4.070	3.723	3.273

MIN aus 1. bis 3. = MAX abzugsfähige Zinsen

Steuerpflichtiges Eink.		2.840	3.505	2.130	1.901	1.813	1.552	1.532	1.745	1.853	2.020
Steuern		-1.566	1.480	3.112	2.731	3.876	4.526	4.926	5.053	5.277	5.435
		-391	370	778	683	969	1.131	1.232	1.263	1.319	1.359

## I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 2

### TargetCalc-Blatt (Fortsetzung I)

#### VII. Auswertung

##### VII.1. CASHFLOW Planung

	TDC		NTCH Group (TDC konsolidiert)									
	PRE- LBO		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	LTM-Werte											
Umsatz	46.588		46.678	37.813	28.561	26.882	26.882	26.882	26.882	26.882	26.882	26.882
- Umsatz- und operative Kosten	33.842		33.192	27.503	19.421	18.673	17.651	17.298	16.952	16.613	16.281	15.955
- Sonderausgaben (non-recurrent)			969									
- Sonderausgaben (recurrent)			35	35	35	35	35	35	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>12.746</b>		<b>12.482</b>	<b>10.275</b>	<b>9.105</b>	<b>8.174</b>	<b>9.196</b>	<b>9.549</b>	<b>9.930</b>	<b>10.269</b>	<b>10.601</b>	<b>10.927</b>
EBITDA-Marge	27%		27%	27%	32%	30%	34%	36%	37%	38%	39%	41%
- Abschreibungen TDC Group	6.790		5.964	5.290	3.863	3.542	3.507	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
- Sonderabschreibungen (Goodwill etc.)			5.244									
<b>EBIT</b>	<b>5.956</b>		<b>1.274</b>	<b>4.985</b>	<b>5.242</b>	<b>4.632</b>	<b>5.689</b>	<b>6.077</b>	<b>6.458</b>	<b>6.797</b>	<b>7.130</b>	<b>7.455</b>
EBIT-Marge	13%		3%	13%	18%	17%	21%	23%	24%	25%	27%	28%
- Zinsen FK: sonstige (Festzins)			1.882	897	897	811	672	672	672	381	381	381
- Zinsen FK: sonstige (Zins variabel)			0	0	0	0	0	0	0	186	930	1.798
- Zinsen FK: Term A			603	802	437	397	344	229	115	115	115	115
- Zinsen FK: Term B&C			2.069	2.694	2.408	2.408	2.408	2.408	2.408	2.408	1.318	0
- Zinsen FK: HYN			1.264	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361
Einkommen v.St.			-4.544	-769	139	-345	905	1.407	1.903	2.347	3.025	3.801
- Steuern auf gewöhnliche Geschäftstätigkeit			953	370	778	683	969	1.131	1.232	1.263	1.319	1.359
Eink. n. St.			-5.497	-1.139	-639	-1.028	-64	276	671	1.083	1.706	2.442
+ Abschreibungen			11.208	5.290	3.863	3.542	3.507	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
<b>CF Oper.</b>	<b>5.711</b>		<b>4.151</b>	<b>3.224</b>	<b>2.514</b>	<b>3.442</b>	<b>3.748</b>	<b>4.143</b>	<b>4.555</b>	<b>5.178</b>	<b>5.913</b>	
- CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547		5.445	4.780	3.778	3.587	3.515	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445
- WC Änderung			8	-783	-801	-142	0	0	0	0	0	0
+ Assetverkäufe			210	-11.915	-13.486	-1.460	0	0	0	0	0	0
- sonstige (u.a. TDC-Aktienübernahme)			45.964									
<b>CF Investition</b>	<b>-51.627</b>		<b>7.918</b>	<b>10.509</b>	<b>-1.985</b>	<b>-3.515</b>	<b>-3.445</b>	<b>-3.445</b>	<b>-3.445</b>	<b>-3.445</b>	<b>-3.445</b>	
+ Kapitalerhöhung			10.991									
+ Aufnahme FK (Akquisitionsfinanz)			63.686									
- Sonderdividende an Minority Sh. (Rekap.)			5.366		1.833							
- Tilgung/Refin. FK: sonstige (Festzins)			18.314	0	1.600	2.600	0	0	5.400	0	0	0
- Tilgung/Refin. FK: sonstige (Zins variabel)			0	0	0	0	0	0	-3.000	-12.000	-14.000	-10.000
- Tilgung FK: Term A			0	5.360	580	780	1.680	1.680	0	0	0	0
- Tilgung FK: Term B&C			0	3.900	0	0	0	0	0	14.889	17.989	0
- Tilgung FK: HYN			0	0	0	0	0	0	0	0	0	15.151
<b>CF Finanzierung</b>	<b>50.997</b>		<b>-9.260</b>	<b>-4.013</b>	<b>-3.380</b>	<b>-1.680</b>	<b>-1.680</b>	<b>-2.400</b>	<b>-2.889</b>	<b>-3.989</b>	<b>-5.151</b>	
- Aufbau/(Abbau) Cash Reserve	3.236		3.740			-2.000	-1.500					
<b>FCFE NTCH Group</b>	<b>1.342</b>		<b>2.809</b>	<b>9.721</b>	<b>-850</b>	<b>-252</b>	<b>-1.377</b>	<b>-1.702</b>	<b>-1.779</b>	<b>-2.256</b>	<b>-2.683</b>	
Cash Bestand Anfang	6.827		3	3.743	3.743	3.743	1.743	243	243	243	243	243
Cash Bestand Ende	10.063		3.743	3.743	3.743	1.743	243	243	243	243	243	

##### VII.2. Verteilung NTCH Group-Ausschüttungen (Nebenrechnung aufgrund verbliebenen Minority Shareholder-Anteils auf Ebene TDC A/S)

<b>FCFE NTCH Group</b>	<b>1.342</b>	<b>2.809</b>	<b>9.721</b>	<b>-850</b>	<b>-252</b>	<b>-1.377</b>	<b>-1.702</b>	<b>-1.779</b>	<b>-2.256</b>	<b>-2.683</b>
+ Zinsen NTCH ApS Ebene	1.264	1.361	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Tilgungen NTCH ApS Ebene	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ sonstige Ausgaben NTCH ApS	727									
- Kapitalerhöhung NTCH ApS	10.991	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCFE TDC</b>	<b>-7.658</b>	<b>4.170</b>	<b>9.721</b>	<b>-850</b>	<b>-252</b>	<b>-1.377</b>	<b>-1.702</b>	<b>-1.779</b>	<b>-2.256</b>	<b>-2.683</b>

##### Ausschüttungen an Minority Shareholder

Anteil Minority Sh. an TDC A/S 12,10%

Reguläre Dividende (Anteil am FCFE TDC, wenn >0)

	0	505	1.176	0	0	0	0	0	0	0
Sonderausschüttung (Rekapitalisierung)	5.366	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ausschüttungen gesamt an Minority Shareholder</b>	<b>5.366</b>	<b>505</b>	<b>1.176</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<b>Ausschüttungen an PE-Fonds/ NTCI</b>	<b>1.342</b>	<b>2.305</b>	<b>8.544</b>	<b>-850</b>	<b>-252</b>	<b>-1.377</b>	<b>-1.702</b>	<b>-1.779</b>	<b>-2.256</b>	<b>-2.683</b>
---	--------------	--------------	--------------	-------------	-------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

## I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 2

### TargetCalc-Blatt (Fortsetzung II)

#### VIII. Weitere Ergebnisse LBO/ Merger Covenants

Leverage Covenants	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sr. Debt / EBITDA	5,2	5,4	5,9	6,2	5,3	4,9	4,5	4,1	3,6	4,4
Sr. Debt / (EBITDA - Capex)	9,3	10,2	10,1	11,0	8,6	7,7	6,9	6,1	5,3	6,4
Total Debt / EBITDA	6,4	6,9	7,6	8,0	6,9	6,5	6,0	5,5	5,0	4,4
Total Debt / (EBITDA - Capex)	11,4	12,9	12,9	14,3	11,2	10,2	9,2	8,3	7,4	6,4

Coverage Covenants	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA / Sr. Interest Expense	4,7	2,9	3,2	2,9	3,3	3,6	3,9	3,8	4,5	5,7
(EBITDA - Capex) / Sr. Int. Exp.	2,6	1,6	1,9	1,6	2,1	2,3	2,6	2,5	3,0	3,9
EBITDA / Total Interest Expense	3,2	2,1	2,2	2,0	2,2	2,4	2,6	2,5	2,8	3,3
(EBITDA - Capex) / Total Int. Exp.	1,8	1,1	1,3	1,1	1,4	1,5	1,7	1,7	1,9	2,3

#### Acquisition und Exit Multiples

Exit Erlöse	
Exit Jahr	2011
x EBITDA Multiple	6,5x
Exit Jahr EBITDA	9.549
Exit Bewertung	61.882
- Total verbleibende Schulden	62.194
<b>Nettoerlöse für das EK</b>	<b>(311)</b>
<b>Nettoerlöse für PE-Anteil am EK</b>	<b>(274)</b>

Acquisition Multiple	
Kaufpreis / EBITDA	6,3

#### Cash-orientierte Gesamtkapitalrendite aus Geschäftstätigkeit

(EBITDA - CAPEX - WC-Än.) / (EK + FK)	7,4%	7,8%	8,0%	6,5%	8,1%	8,9%	9,8%	10,8%	12,1%	13,9%
---------------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

#### Kapital-Struktur

LTM	Nach LBO										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
FK: sonstige (Festzins)	35.000	16.686	16.686	15.086	12.486	12.486	12.486	7.086	7.086	7.086	7.086
FK: sonstige (Zins variabel)	0	0	0	0	0	0	3.000	15.000	29.000	39.000	
FK: Term A	0	11.757	6.397	5.818	5.038	3.359	1.679	1.679	1.679	1.679	
FK: Term B&C	0	36.778	32.878	32.878	32.878	32.878	32.878	17.989	0	0	
FK: HYN	0	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	0	
FK gesamt	35.000	80.372	71.112	68.933	65.553	63.873	62.194	59.794	56.905	52.916	47.765
EK	43.800	14.500	9.003	7.864	7.225	6.197	6.133	6.133	6.133	6.133	6.133
D/E	80%	554%	790%	877%	907%	1031%	1014%	975%	928%	863%	779%
D/(D+E)	44%	85%	89%	90%	90%	91%	91%	91%	90%	90%	89%

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 2

## IRR PE-Investor-Blatt

Währung/ Einheit: mDKK		Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab ubernahmedatum							
		LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
<b>I. Ebene - Gesellschafter NTCH Group (Fond &amp; TargetCo-Mmgt.)</b>									
<b>NTCI (PE fonds &amp; TargetCo Mmgt.) FCFE-Anteil + Exit-Erlös</b>		<b>Anteil:</b>	<b>87,9%</b>	1.342	2.305	8.544	-850	-252	-311
Cash Flow aus Verkauf NTCI-EK-Anteil an TargetCo Mmgt.			51,5						
Zufluß Transaktions- und Akquisitionsgebuhren			989						
Anteil TargetCo Management an NTCI-FCFE (Non-cash Gewinnanteil)		1,46%	20	34	125	-12	-4	-5	
Auszahlung TargetCo Mmgt. Anteil bei Exit; Verzinsung zu		8,00%	0	0	0	0	0	208	
<b>Fonds Cash Flows von/nach Portfolio-Unternehmen</b>			-18.700	2.362	2.305	8.544	-850	-252	-520
<b>IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)</b>		<b>-20,6%</b>	p.a.						
<b>Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)</b>		<b>0,6x</b>							
GP Fonds-Management Gebühren (% p.a., auf Fond-Einlage)		0,0%	p.a.						
Abfluß Transaktionsgebühren etc.			727						
<b>Fonds Cash Flows nach Gebühren</b>			-18.700	1.635	2.305	8.544	-850	-252	-520
<b>IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)</b>		<b>-22,6%</b>	p.a.						
<b>Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)</b>		<b>0,6x</b>							
<b>II. Ebene - Gesellschafter des Fonds (Limited &amp; General Partner)</b>									
<b>II.1. Annahmen</b>									
<b>PE-Fonds-Anteile</b>									
Fonds-EK-Anteil Limited Partner		99,0%	18.513						
Fonds-EK-Anteil General Partner		1,0%	187						
<b>Verwässerung Holding-Anteile durch Management-Beteiligung</b>									
Holding-EK-Anteil General Partner		1,0%	187,0						
Holding-EK-Anteil Limited Partner		97,6%	18.513,0						
Holding-EK-Anteil TargetCo Mmgt.		1,5%	51,5						
<b>Envy-Ratio</b>		<b>5,4</b>							
Fonds Cash Out			-18.700						
Fonds Cash In nach Gebühren, vor Ausschüttung			1.635	2.305	8.544	-850	-252	-520	
kum. Fonds Cash In nach Gebühren			1.635	3.939	12.484	11.633	11.381	10.861	
<b>II.2. Ausschüttungsmechanismus an Fonds-Gesellschafter</b>									
<b>1. Rückzahlung Einlage Limited Partner</b>		<b>100%</b>	von <b>18.513</b>	1.635	2.305	8.544	-850	-252	-520
kum. Rückzahlung Einlage Limited Partner				1.635	3.939	12.484	11.633	11.381	10.861
Fonds Kapital nach Rückzahlung Einlage Limited Partner				0	0	0	0	0	0
Ausstehendes Kapital Limited Partner, Anfang der Periode			18.513	16.878	14.574	6.029	6.880	7.132	
Ausstehendes Kapital Limited Partner, Ende der Periode			16.878	14.574	6.029	6.880	7.132	7.652	
<b>2. Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner</b>		<b>8,00%</b>	p.a.	0	0	0	0	0	0
Vorzugsverzinsung auf ausstehendes Kapital der Limited Partner		8,00%	p.a.	1.481	1.350	1.166	482	550	571
kum. Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner				0	0	0	0	0	0
Fonds Kapital nach Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner				0	0	0	0	0	0
<b>3. Rückzahlung Einlage General Partner</b>		<b>100%</b>	von <b>187</b>	0	0	0	0	0	0
kum. Rückzahlung Einlage an General Partner				0	0	0	0	0	0
Fonds Kapital nach Ausschüttung Einlage General Partner				0	0	0	0	0	0
<b>4. Auszahlung Catch up General Partner</b>		25% von LP-Vorzugsverz. =	0	0	0	0	0	0	
kum. Catch up General Partner				0	0	0	0	0	
Fonds Kapital nach Ausschüttung Catch up General Partner				0	0	0	0	0	
<b>5. Auszahlung Carried Interest</b>									
Anteil Limited Partner		80%	0	0	0	0	0	0	
Anteil General Partner		20%	0	0	0	0	0	0	
Fonds Kapital nach Ausschüttung Carried Interest			0	0	0	0	0	0	

## I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 2

### IRR PE-Investor-Blatt (Fortsetzung)

#### III. Erfolgsrechnung Fonds-Partner & TargetCo Management

##### III.1. Limited Partner

Cash-out (Einlage in Fond)	-18.513						
+ Rückzahlung Einlage Limited Partner	1.635	2.305	8.544	-850	-252	-520	
+ Vorzugsverzinsung auf ausstehendes Kapital der Limited Partner	0	0	0	0	0	0	
+ Anteil am Carried Interest	0	0	0	0	0	0	
= Cash Flows Zeitreihe	-18.513	1.635	2.305	8.544	-850	-252	-520
<b>Limited Partner IRR</b>	<b>-22,2%</b>	<b>p.a.</b>					
<b>Distributions to paid-in-capital</b>	<b>0,6x</b>						

##### III.2. General Partner (PE firm group)

J. Cash-out (Einlage in Fond)	-187						
+ Rückzahlung Einlage Limited Partner	0	0	0	0	0	0	
+ Catch up 1/4 von LP-Vorzugs 0	0	0	0	0	0	0	
+ Anteil am Carried Interest	0	0	0	0	0	0	
+ Transaktionshonorar							
+ Management-Honorar aus PE-Fonds	0	0	0	0	0	0	
+ Management-Honorar aus Portfolio-Unternehmen	35	35	35	35	35	35	
= Cash Flows Zeitreihe	-187	35	35	35	35	35	35
<b>General Partner IRR</b>	<b>3,4%</b>	<b>p.a.</b>					
<b>Distributions to paid-in-capital</b>	<b>1,1x</b>						

##### III.3. TDC Management

Cash-out für Erwerb Anteile	-51,5						
+ Anteil TargetCo Management an NTCH Cash Flow to EK (Auszahlung bei Exit; Aufzinsung zu Vorzugsverzinsungssatz wie LPs)	19,6	33,6	124,5	-12,4	-3,7	-4,5	
Aufzinsung 8,00%							
Auszahlung bei Exit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	208,3	
= Cash Flows Zeitreihe	-51,5	0,0	0,0	0,0	0,0	208,3	
<b>Management IRR</b>	<b>32,2%</b>	<b>p.a.</b>					
<b>Distributions to paid-in-capital</b>	<b>3,0x</b>						

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 3

## Cockpit-Blatt

COCKPIT LBO-Case: TDC

Eingaben nur in gelb markierten Feldern!

Währungsangaben in mDKK (falls nicht explizit genannt)  
Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmetermin

### I. Allgemeine Eingaben

#### Kosten der Übernahme, Akquisitions- und Exitjahr

Preis je Aktie	382	DKK	Debt Tender	13.204	Jahr der Übernahme	2006
Anzahl gekaufte Aktien	171.58	Millionen	Transaktions- & Akquisegebühren	969	Jahr des Exit	2011
Gesamtkosten der Übernahme	79.717		davon an Externe (Advisors etc.)	727	EXIT: EBITDA-multiple	manuell
			EK-Anteil am Zielunternehmen	87,90%	(sonst automatisch)	6,2x

#### Exchange Rates

	LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USD/EUR	1,18	1,32	1,35	1,35	1,3	1,3	1,25	1,2	1,1	1	1
DKK/EUR	7,46	7,46	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44
DKK/USD	6,32	5,65	5,51	5,51	5,72	5,72	5,95	6,20	6,76	7,44	7,44

#### Interest Rates

	LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
3M-Euribor	3%	3%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%

#### Übernahmefinanzierung

Betrag	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eigenkapital	18.700									
FK: sonstiges (Festzins)	0									
FK: sonstige (Zins variabel)	0									
FK: Term A	11.757									
FK: Term B&C	36.778									
FK: HYN	15.151	1	1							

#### Zins-Marge in bps (auf Euribor)

FK: sonstiges (Zins variabel)	150,0	Transaktionsgebühren (% der Übernahmefinanzierung)	1,23%
FK: Term A	212,5	Mgmt.gebühren Portfolio-Unt. an GP	35 p.a.
FK: Term B&C	262,5	Mgmt.gebühren PE-Fonds an GP	0 p.a.
FK: HYN	550,0		

#### Verbesserung p.a.

(bereinigt um Zu-/ Verkäufe v. Konzernteilen)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abschreibungen	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umsatz- und operative Kosten	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Eingabe von LTM-Werten (TDC 2005, korrigiert um Sondereffekte)

Umsatz	46.588
EBIT	5.956
Netto-Zinsergebnis	-872
Abschreibungen	6.790
CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547
Working Cap. % vom Umsatz	9,20%
Zinssatz auf gegenwärtiges FK	5,38%
Fremdkapital bei Übernahme (Festzins.)	35.000
Fremdkapital bei Übernahme (Var. Zins)	43.800
Eigenkapital bei Übernahme	
TDC Group Vermögen, Ende 2006	113.574
TDC Eigenkapital, Ende 2006	14.500

#### Carried Interest-Verteilung:

Limited Partner	80%
General Partner	20%
Catch up (ja=1 ; sonst: kein Catch up)	JA 1
Rückzahlung Einlage Limited Partner	100%
Rückzahlung Einlage General Partner	100%
Vorzugsverzinsung	
auf ausstehendes Kapital Limited Partner	8,00%
auf bis Exit gesperrte Portfolio-Mgmt. Ausschüttungen	8,00%
Unternehmenssteuersatz	25,00%
Zinsschranke Regeln:	
(Max. Abzugsfähigkeit Zinsaufwand)	
1. Debt-Equity Ratio	4,00
2. % des Vermögens	6,5%
3. % des EBIT	80,0%

#### Anteile am Eigenkapital

	Fonds-Anteil	Target	Kaufpreis
	AngelLux	NTCH	mDKK
Fonds-EK-Anteil General Partner	1,00%	0,99%	187
Fonds-EK-Anteil Limited Partner	99,00%	97,56%	18.513
NTCH-EK-Anteil TargetCo Management		1,46%	51,5
			5,4

## II. Rendite-Ergebnisse im Überblick

### II.1. Fonds

IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)	22,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)	2,3x
IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)	21,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)	2,3x

### II.2. Fondsinvestoren

Limited Partner IRR	19,1% p.a.
Distributions to paid-in-capital	2,0x
General Partner IRR	79,7% p.a.
Distributions to paid-in-capital	27,2x

### II.3. Management des Portfolio-Unternehmens

Management IRR	68,6% p.a.
Distributions to paid-in-capital	12,6x

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 3

## TargetCalc-Blatt

### LBO Bewertung TDC A/S

Währungsangaben in mDKK (falls nicht explizit genannt)

Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmdatum

#### I. Kosten der Übernahme, Akquisitions- und Exitjahr

Preis je Aktie	382	DKK	Debt Tender	13.204	Jahr der Übernahme	2006
# Aktien gekauft	172	million	Transaktionsgebühren	969	Jahr des Exit	2011
Gesamtkosten der Übernahme	79.717		EK-Anteil am Zielunternehmen	87,9%	EXIT: EBITDA-multiple	6,2

#### II. Finanzierung

LBO-Finanzg.	% of total financing	Tilgung (+) & Neukreditaufnahme (-)									
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Kapitalart</b>											
EK	18.700	22,7%									
FK: sonstige (Festzins)	0	0,0%	18.314		1.600	2.600			5.400		
FK: sonstige (Zins variabel)	0								-3.000	-12.000	-14.000
FK: Term A	11.757	14,3%	1.680	5.360	580	780	1.680	1.680			
FK: Term B&C	36.778	44,6%		3.900						14.889	17.989
FK: HYN	15.151	18,4%									15.151
<b>TOTAL</b>	<b>82.386</b>										

Zinssätze	Margin in bps	Pre-LBO	Margin in bps									
			2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FK: existierende (Zins fix)		5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%	5,38%
FK: sonstige (Zins variabel)	150,0		4,50%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
FK: Term A	212,5		5,13%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%
FK: Term B&C	262,5		5,63%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%
FK: HYN	550,0		8,34%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%	8,98%

#### II. LTM-Werte (TDC 2005, korrigiert um Sondereffekte)

Umsatz	46.588	Umsatzkosten (% vom Umsatz)	72,64%	= 1 - (EBITDA)/Umsatz
EBIT	5.956	CAPEX (PPE & Intangibles)	5.547	
Netto-Zinsergebnis	-872	Working Cap. (% vom Umsatz)	9,2%	
Abschreibungen	6.790			

#### IV. Zukünftige operative Entwicklung

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz: Steigerung ggü. Vorjahr	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abschreibungen: Verringerung ggü. Vorjahr	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX: Verringerung ggü. Vorjahr	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Cap : % vom Umsatz	9,0%	8,8%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Umsatz- und op. Kosten: % vom Umsatz	69,7%	66,9%	64,3%	61,7%	59,2%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%

#### V. Verkauf/ Ankauf von Assets (Eingabe nur für das Jahr der Transaktion; Ankauf(-)/ Verkauf(+))

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Asset ver-/ gekauft: VK-Erlös n. St.	-210	11.915	13.486	1.460	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Umsatz	-90	8.865	9.252	1.679	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Kosten	-27	5.062	6.432	464	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: Abschreibungen	-9	621	1.388	285	0	0	0	0	0	0
Asset ver-/ gekauft: CAPEX	-9	567	925	118	0	0	0	0	0	0

#### VI. Unternehmenssteuern/ Zinsschranke

<b>Steuersatz</b>	25,00%	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
echter Zinsaufwand der Periode		3.935	4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

#### Zinsschranke Obergrenze f. Abzugsfähigkeit

1. Debt:Equity Regel											
Debt:Equity Ratio	4,00										
Debt:Equity Ratio (lt. Planung)		6	6	7	7	6	5	4	3	2	2
steuerl. Abzugsfähige Zinsen		2.840	3.505	2.357	2.484	2.905	3.199	3.866	4.070	3.723	3.273

#### 2. Vermögens-Regel

% des Vermögens	6,5%										
Vermögen (geschätzt über Umsatzentwicklung)		113.574	94.698	74.521	72.006	73.446	74.915	76.413	77.942	79.500	81.090
Zinsen in % vom Vermögen (lt. Planung)			5,1%	5,6%	5,8%	5,6%	5,3%	5,1%	5,2%	4,7%	4,0%
steuerl. Abzugsfähige Zinsen			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

#### 3. EBIT-Regel

% des EBIT	80,0%										
Zinsaufwand inkl. Vorträge lt. EBIT-Regel			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273
EBIT (lt. Planung)			6.924	7.750	7.412	9.011	10.041	10.347	10.623	10.905	11.193
Zinsen in % vom EBIT (lt. Planung)			70,2%	54,3%	56,2%	45,6%	39,8%	37,5%	38,3%	34,1%	29,2%
steuerl. Abzugsfähige Zinsen			4.857	4.206	4.166	4.113	3.998	3.884	4.070	3.723	3.273

MIN aus 1. bis 3. = MAX abzugsfähige Zinsen

MIN aus 1. bis 3. = MAX abzugsfähige Zinsen		2.840	3.505	2.357	2.484	2.905	3.199	3.866	4.070	3.723	3.273
Steuerpflichtiges Eink.		-607	3.419	5.393	4.928	6.106	6.842	6.481	6.554	7.182	7.920
Steuern		-152	855	1.348	1.232	1.527	1.710	1.620	1.638	1.796	1.980

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 3

## TargetCalc-Blatt (Fortsetzung I)

### VII. Auswertung

#### VII.1. CASHFLOW Planung

	TDC		NTCH Group (TDC konsolidiert)									
	PRE- LBO		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	LTM-Werte											
Umsatz	46.588		47.610	39.697	31.239	30.185	30.788	31.404	32.032	32.673	33.326	33.993
- Umsatz- und operative Kosten	33.842		33.165	27.448	19.591	19.195	18.236	17.856	18.214	18.578	18.949	19.328
- Sonderausgaben (non-recurrent)			969									
- Sonderausgaben (recurrent)			35	35	35	35	35	35	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>12.746</b>		<b>13.441</b>	<b>12.214</b>	<b>11.613</b>	<b>10.954</b>	<b>12.518</b>	<b>13.513</b>	<b>13.819</b>	<b>14.095</b>	<b>14.377</b>	<b>14.664</b>
EBITDA-Marge	27%		28%	31%	37%	36%	41%	43%	43%	43%	43%	43%
- Abschreibungen TDC Group	6.790		5.964	5.290	3.863	3.542	3.507	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
- Sonderabschreibungen (Goodwill etc.)			5.244									
<b>EBIT</b>	<b>5.956</b>		<b>2.233</b>	<b>6.924</b>	<b>7.750</b>	<b>7.412</b>	<b>9.011</b>	<b>10.041</b>	<b>10.347</b>	<b>10.623</b>	<b>10.905</b>	<b>11.193</b>
EBIT-Marge	13%		5%	17%	25%	25%	29%	32%	32%	33%	33%	33%
- Zinsen FK: sonstige (Festzins)			1.882	897	897	811	672	672	672	381	381	381
- Zinsen FK: sonstige (Zins variabel)			0	0	0	0	0	0	0	186	930	1.798
- Zinsen FK: Term A			603	802	437	397	344	229	115	115	115	115
- Zinsen FK: Term B&C			2.069	2.694	2.408	2.408	2.408	2.408	2.408	2.408	1.318	0
- Zinsen FK: HYN			1.264	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361
Einkommen v.St.			-3.585	1.169	2.647	2.435	4.227	5.371	5.792	6.173	6.801	7.538
- Steuern auf gewöhnliche Geschäftstätigkeit			953	855	1.348	1.232	1.527	1.710	1.620	1.638	1.796	1.980
Eink. n. St.			-4.538	314	1.298	1.203	2.700	3.661	4.172	4.534	5.006	5.559
+ Abschreibungen			11.208	5.290	3.863	3.542	3.507	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
<b>CF Oper.</b>	<b>5.547</b>		<b>6.670</b>	<b>5.604</b>	<b>5.162</b>	<b>4.745</b>	<b>6.207</b>	<b>7.132</b>	<b>7.643</b>	<b>8.006</b>	<b>8.477</b>	<b>9.030</b>
- CAPEX (PPE & Intangibles)			5.334	4.576	3.505	3.252	3.121	2.997	2.997	2.997	2.997	2.997
- WC Änderung			92	-699	-732	-89	50	50	51	52	53	54
+ Assetverkäufe			210	-11.915	-13.486	-1.460	0	0	0	0	0	0
- sonstige (u.a. TDC-Aktienübernahme)			45.964									
<b>CF Investition</b>			<b>-51.600</b>	<b>8.038</b>	<b>10.714</b>	<b>-1.702</b>	<b>-3.172</b>	<b>-3.047</b>	<b>-3.048</b>	<b>-3.049</b>	<b>-3.050</b>	<b>-3.051</b>
+ Kapitalerhöhung			10.991									
+ Aufnahme FK (Akquisitionsfinanz)			63.686									
- Sonderdividende an Minority Sh. (Rekap.)			5.366		1.833							
- Tilgung/Refin. FK: sonstige (Festzins)			18.314	0	1.600	2.600	0	0	5.400	0	0	0
- Tilgung/Refin. FK: sonstige (Zins variabel)			0	0	0	0	0	0	-3.000	-12.000	-14.000	-10.000
- Tilgung FK: Term A			0	5.360	580	780	1.680	1.680	0	0	0	0
- Tilgung FK: Term B&C			0	3.900	0	0	0	0	0	14.889	17.989	0
- Tilgung FK: HYN			0	0	0	0	0	0	0	0	0	15.151
<b>CF Finanzierung</b>			<b>50.997</b>	<b>-9.260</b>	<b>-4.013</b>	<b>-3.380</b>	<b>-1.680</b>	<b>-1.680</b>	<b>-2.400</b>	<b>-2.889</b>	<b>-3.989</b>	<b>-5.151</b>
- Aufbau/(Abbau) Cash Reserve	3.236		3.740			-2.000	-1.500					
<b>FCFE NTCH Group</b>			<b>2.327</b>	<b>4.383</b>	<b>11.862</b>	<b>1.663</b>	<b>2.855</b>	<b>2.406</b>	<b>2.195</b>	<b>2.068</b>	<b>1.438</b>	<b>828</b>
Cash Bestand Anfang	6.827		3	3.743	3.743	3.743	1.743	243	243	243	243	243
Cash Bestand Ende	10.063		3.743	3.743	3.743	1.743	243	243	243	243	243	243

#### VII.2. Verteilung NTCH Group-Ausschüttungen (Nebenrechnung aufgrund verbliebenen Minority Shareholder-Anteils auf Ebene TDC A/S)

	2.327	4.383	11.862	1.663	2.855	2.406	2.195	2.068	1.438	828
<b>FCFE NTCH Group</b>										
+ Zinsen NTCH ApS Ebene	1.264	1.361	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Tilgungen NTCH ApS Ebene	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ sonstige Ausgaben NTCH ApS	727									
- Kapitalerhöhung NTCH ApS	10.991	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCFE TDC</b>	<b>-6.672</b>	<b>5.744</b>	<b>11.862</b>	<b>1.663</b>	<b>2.855</b>	<b>2.406</b>	<b>2.195</b>	<b>2.068</b>	<b>1.438</b>	<b>828</b>

#### Ausschüttungen an Minority Shareholder

Anteil Minority Sh. an TDC A/S 12,10%

	0	695	1.435	201	345	291	266	250	174	100
Reguläre Dividende (Anteil am FCFE TDC, wenn >0)										
Sonderausschüttung (Rekapitalisierung)	5.366	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ausschüttungen gesamt an Minority Shareholder</b>	<b>5.366</b>	<b>695</b>	<b>1.435</b>	<b>201</b>	<b>345</b>	<b>291</b>	<b>266</b>	<b>250</b>	<b>174</b>	<b>100</b>

	2.327	3.688	10.427	1.462	2.510	2.115	1.930	1.818	1.264	728
<b>Ausschüttungen an PE-Fonds/ NTCI</b>										

## I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 3

### TargetCalc-Blatt (Fortsetzung II)

#### VIII. Weitere Ergebnisse LBO/ Merger Covenants

Leverage Covenants	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sr. Debt / EBITDA	4,9	4,6	4,6	4,6	3,9	3,5	3,2	3,0	2,6	3,3
Sr. Debt / (EBITDA - Capex)	8,0	7,3	6,6	6,5	5,2	4,5	4,1	3,8	3,3	4,1
Total Debt / EBITDA	6,0	5,8	5,9	6,0	5,1	4,6	4,3	4,0	3,7	3,3
Total Debt / (EBITDA - Capex)	9,9	9,3	8,5	8,5	6,8	5,9	5,5	5,1	4,6	4,1

Coverage Covenants	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA / Sr. Interest Expense	5,0	3,5	4,1	3,9	4,5	5,1	5,5	5,2	6,1	7,7
(EBITDA - Capex) / Sr. Int. Exp.	3,0	2,2	2,9	2,7	3,4	4,0	4,3	4,1	4,8	6,1
EBITDA / Total Interest Expense	3,4	2,5	2,8	2,6	3,0	3,4	3,6	3,5	3,9	4,5
(EBITDA - Capex) / Total Int. Exp.	2,1	1,6	1,9	1,8	2,3	2,6	2,8	2,7	3,1	3,6

#### Acquisition und Exit Multiples

Exit Erlöse	
Exit Jahr	2011
x EBITDA Multiple	6,2x
Exit Jahr EBITDA	13.513
Exit Bewertung	84.291
- Total verbleibende Schulden	62.194
<b>Nettoerlöse für das EK</b>	<b>22.097</b>
<b>Nettoerlöse für PE-Anteil am EK</b>	<b>19.423</b>

Acquisition Multiple	
Kaufpreis / EBITDA	6,3

#### Cash-orientierte Gesamtkapitalrendite aus Geschäftstätigkeit

(EBITDA - CAPEX - WC-Än.) / (EK + FK)	8,4%	10,3%	11,2%	10,3%	12,7%	14,5%	15,4%	16,5%	18,0%	20,1%
---------------------------------------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

#### Kapital-Struktur

LTM	Nach LBO									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FK: sonstige (Festzins)	35.000	16.686	16.686	15.086	12.486	12.486	7.086	7.086	7.086	7.086
FK: sonstige (Zins variabel)	0	0	0	0	0	0	3.000	15.000	29.000	39.000
FK: Term A	0	11.757	6.397	5.818	5.038	3.359	1.679	1.679	1.679	1.679
FK: Term B&C	0	36.778	32.878	32.878	32.878	32.878	32.878	17.989	0	0
FK: HYN	0	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	15.151	0
FK gesamt	35.000	80.372	71.112	68.933	65.553	63.873	62.194	59.794	56.905	47.765
EK	43.800	14.500	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962	9.962
D/E	80%	554%	714%	692%	658%	641%	624%	600%	571%	531%
D/(D+E)	44%	85%	88%	87%	87%	87%	86%	86%	85%	84%
										83%

# I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 3

## IRR PE-Investor-Blatt

		Jahre sind Planjahre (12 Monate p.a.) ab Übernahmedatum							
Währung/ Einheit: mDKK		LBO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
<b>I. Ebene - Gesellschafter NTCH Group (Fond &amp; TargetCo-Mmgt.)</b>									
<b>NTCI (PE fonds &amp; TargetCo Mmgt.) FCFE-Anteil + Exit-Erlös</b>		<b>Anteil:</b>	<b>87,9%</b>	2.327	3.688	10.427	1.462	2.510	22.097
Cash Flow aus Verkauf NTCI-EK-Anteil an TargetCo Mmgt.			51,5						
Zufluß Transaktions- und Akquisitionsgebuhren			989						
Anteil TargetCo Management an NTCI-FCFE (Non-cash Gewinnanteil)		1,46%	34	54	152	21	37	322	
Auszahlung TargetCo Mmgt. Anteil bei Exit; Verzinsung zu		8,00%	0	0	0	0	0	701	
<b>Fonds Cash Flows von/nach Portfolio-Unternehmen</b>			-18.700	3.348	3.688	10.427	1.462	2.510	21.396
<b>IRR des Fonds (brutto, vor Gebühren)</b>		<b>22,6%</b>	p.a.						
<b>Distributions to paid-in-capital (brutto, vor Gebühren)</b>		<b>2,3x</b>							
GP Fonds-Management Gebühren (% p.a., auf Fond-Einlage)		0,0%	p.a.						
Abfluß Transaktionsgebühren etc.			727						
<b>Fonds Cash Flows nach Gebühren</b>			-18.700	2.621	3.688	10.427	1.462	2.510	21.396
<b>IRR des Fonds (netto, nach Gebühren)</b>		<b>21,6%</b>	p.a.						
<b>Distributions to paid-in-capital (netto, nach Gebühren)</b>		<b>2,3x</b>							
<b>II. Ebene - Gesellschafter des Fonds (Limited &amp; General Partner)</b>									
<b>II.1. Annahmen</b>									
<b>PE-Fonds-Anteile</b>									
Fonds-EK-Anteil Limited Partner		99,0%	18.513						
Fonds-EK-Anteil General Partner		1,0%	187						
<b>Verwässerung Holding-Anteile durch Management-Beteiligung</b>									
Holding-EK-Anteil General Partner		1,0%	187,0						
Holding-EK-Anteil Limited Partner		97,6%	18.513,0						
Holding-EK-Anteil TargetCo Mmgt.		1,5%	51,5						
<b>Envy-Ratio</b>		<b>5,4</b>							
Fonds Cash Out			-18.700						
Fonds Cash In nach Gebühren, vor Ausschüttung			2.621	3.688	10.427	1.462	2.510	21.396	
kum. Fonds Cash In nach Gebühren			2.621	6.309	16.736	18.197	20.707	42.103	
<b>II.2. Ausschüttungsmechanismus an Fonds-Gesellschafter</b>									
<b>1. Rückzahlung Einlage Limited Partner</b>		<b>100%</b>	von <b>18.513</b>	2.621	3.688	10.427	1.462	316	0
kum. Rückzahlung Einlage Limited Partner				2.621	6.309	16.736	18.197	18.513	18.513
Fonds Kapital nach Rückzahlung Einlage Limited Partner				0	0	0	0	2.194	23.590
Ausstehendes Kapital Limited Partner, Anfang der Periode			18.513	15.892	12.204	1.777	316	0	
Ausstehendes Kapital Limited Partner, Ende der Periode			15.892	12.204	1.777	316	0	0	
<b>2. Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner</b>		<b>8,00%</b>	p.a.	0	0	0	0	2.194	2.959
Vorzugsverzinsung auf ausstehendes Kapital der Limited Partner		8,00%	p.a.	1.481	1.271	976	142	25	0
kum. Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner				0	0	0	0	2.194	5.153
Fonds Kapital nach Ausschüttung Vorzugsverzinsung Limited Partner				0	0	0	0	0	18.437
<b>3. Rückzahlung Einlage General Partner</b>		<b>100%</b>	von <b>187</b>	0	0	0	0	0	187
kum. Rückzahlung Einlage an General Partner				0	0	0	0	0	187
Fonds Kapital nach Ausschüttung Einlage General Partner				0	0	0	0	0	18.250
<b>4. Auszahlung Catch up General Partner</b>		25% von LP-Vorzugsverz. =	1.288	0	0	0	0	0	1.288
kum. Catch up General Partner				0	0	0	0	0	1.288
Fonds Kapital nach Ausschüttung Catch up General Partner				0	0	0	0	0	16.962
<b>5. Auszahlung Carried Interest</b>									
Anteil Limited Partner		80%	0	0	0	0	0	13.569	
Anteil General Partner		20%	0	0	0	0	0	3.392	
Fonds Kapital nach Ausschüttung Carried Interest			0	0	0	0	0	0	

## I.1. Screenshots Planungstool - Szenario 3

### IRR PE-Investor-Blatt (Fortsetzung)

#### III. Erfolgsrechnung Fonds-Partner & TargetCo Management

##### III.1. Limited Partner

Cash-out (Einlage in Fond)	-18.513					
+ Rückzahlung Einlage Limited Partner	2.621	3.688	10.427	1.462	316	0
+ Vorzugsverzinsung auf ausstehendes Kapital der Limited Partner	0	0	0	0	2.194	2.959
+ Anteil am Carried Interest	0	0	0	0	0	13.569
= Cash Flows Zeitreihe	-18.513	2.621	3.688	10.427	1.462	2.510 16.528
<b>Limited Partner IRR</b>	<b>19,1%</b>	<b>p.a.</b>				
<b>Distributions to paid-in-capital</b>	<b>2,0x</b>					

##### III.2. General Partner (PE firm group)

J. Cash-out (Einlage in Fond)	-187					
+ Rückzahlung Einlage Limited Partner	0	0	0	0	0	187
+ Catch up 1/4 von LP-Vorzugs 1.288	0	0	0	0	0	1.288
+ Anteil am Carried Interest	0	0	0	0	0	3.392
+ Transaktionshonorar						
+ Management-Honorar aus PE-Fonds	0	0	0	0	0	0
+ Management-Honorar aus Portfolio-Unternehmen	35	35	35	35	35	35
= Cash Flows Zeitreihe	-187	35	35	35	35	4.903
<b>General Partner IRR</b>	<b>79,7%</b>	<b>p.a.</b>				
<b>Distributions to paid-in-capital</b>	<b>27,2x</b>					

##### III.3. TDC Management

Cash-out für Erwerb Anteile	-51,5					
+ Anteil TargetCo Management an NTCH Cash Flow to EK (Auszahlung bei Exit; Aufzinsung zu Vorzugsverzinsungssatz wie LPs)	33,9	53,8	152,0	21,3	36,6	322,1
Aufzinsung 8,00%						
Auszahlung bei Exit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	700,9
= Cash Flows Zeitreihe	-51,5	0,0	0,0	0,0	0,0	700,9
<b>Management IRR</b>	<b>68,6%</b>	<b>p.a.</b>				
<b>Distributions to paid-in-capital</b>	<b>12,6x</b>					