

Rödl & Partner

INDIKATIVE BEWERTUNG DER TOWERVIEW

TECHNISCHE
WERTUNTERGRENZE

München,
20. Juni 2025



Persönlich/ vertraulich

Readcrest Capital AG
z. Hd. Gunnar Binder
Schopenstehl 22
20095 Hamburg

Rödl & Partner GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Denninger Str. 84
81925 München
www.roedl.de

München – 20. Juni 2025

Indikative Bewertung der Towerview Healthcare Group Limited und Readcrest Capital AG

Sehr geehrter Herr Binder,

nach dem uns erteilten Auftrag vom 12. Februar 2025 erhalten Sie anbei unseren Bericht zur Ableitung einer technischen Wertuntergrenze der Towerview Healthcare Group Limited und der Readcrest Capital AG. Wir übersenden diesen Bericht aufgrund unserer Untersuchungen sowie der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und Auskünfte.

Dieser Bericht ist nur für die interne Verwendung des Adressaten und die in Abschnitt 1 genannte auftragsgemäße Verwendung bestimmt. Die Weitergabe dieses Berichts an andere Dritte ist untersagt.

Mit freundlichen Grüßen



ppa. Tobias Neukirchner
Partner
Wirtschaftsprüfer



ppa. Kai Schmidt
Associate Partner
Wirtschaftsprüfer
CFA Charterholder

Tobias Neukirchner
Partner
Transaction & Valuation Services
T: +49 (89) 92 87 80 – 395
tobias.neukirchner@roedl.com

Christoph Hirt
Partner
Transaction & Valuation Services
T: +49 (711) 781 914 – 477
christoph.hirt@roedl.com

Kai Schmidt
Associate Partner
Transaction & Valuation Services
T: +49 (89) 92 87 80 – 202
kai.schmidt@roedl.com

AGENDA

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	3
2. EXECUTIVE SUMMARY	6
3. BEWERTUNG DER TOWERVIEW	8
3.1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	9
3.2 Historische Ertrags- und Vermögenslage	11
3.3 Geplante Ertragslage	13
3.4 Kapitalisierungszinssatz	15
3.5 Ertragswertverfahren	17
3.6 Multiplikatorbewertung	19
4. BEWERTUNG DER READCREST CAPITAL AG	20
APPENDIX	22
1 Allgemeine Bewertungsgrundsätze und -methoden	23
2 Peer Group	27
3 Betafaktor	30
4 DCF-Verfahren	32
5 Organigramm	33
6 Multiplikatorbewertung	35
7 Abkürzungsverzeichnis	36
8 Allgemeine Auftragsbedingungen	38

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG (1/2)

Auftrag und Auftragsdurchführung

- Die Obotritia Capital KGaA mit Sitz in Potsdam/Deutschland („Obotritia“) beabsichtigt, ihre Beteiligung an der Towerview Healthcare Group Ltd mit Sitz in London/England („Towerview“, 91,09% der Anteile) im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die börsennotierte Readcrest Capital AG mit Sitz in Hamburg/Deutschland („Readcrest Capital“) einzubringen.
- In diesem Zusammenhang wurde die Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („Rödl & Partner“) beauftragt, eine indikative konservative Wertabschätzung („technische Wertuntergrenze“) für die Towerview durchzuführen.
- Wir haben die technische Wertuntergrenze in Anlehnung an die Grundsätze des Bewertungsstandards IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. („IDW“) i. d. F. von 2008 in der Funktion eines Beraters durchgeführt.
- Im Rahmen der Ermittlung einer technischen Wertuntergrenze für die Towerview wurden folgende Leistungen erbracht:
 - Darstellung der historischen Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (insbesondere qualitative Darstellung);
 - Kursorische Plausibilisierung der Unternehmensplanung;
 - Benchmarking mit börsennotierten Vergleichsunternehmen;
 - Ableitung der zu diskontierenden Cashflows sowie Bestimmung der nachhaltigen Ertragskraft im Zeitraum der ewigen Rente;
 - Ableitung eines risikoadäquaten Diskontierungszinssatzes auf Basis von Kapitalmarktinformationen;
 - Ableitung einer technischen Wertuntergrenze auf Basis eines kapitalwertorientierten Bewertungsverfahrens und Ableitung einer Bandbreite auf Basis von Szenario- und Sensitivitätsanalysen;
 - Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses im Rahmen eines Kurzberichtes.

Auftrag und Auftragsdurchführung (Fortsetzung)

- In Abstimmung mit dem Auftraggeber hat Rödl & Partner die Unternehmensplanung und die zugrunde liegenden Prämissen nicht über eine kursorische Plausibilitätsüberlegung hinausgehend geprüft, sondern als gegeben angenommen. Insbesondere eine Plausibilisierung der materiellen, internen als auch externen Plausibilität gemäß IDW PH 2/2017 ist explizit ausgeschlossen.
- Auftragsgemäß hat Rödl & Partner außerdem keine eigenständige Markt- und Wettbewerbsanalysen sowie keine Ermittlung eines Substanz- oder Liquidationswerts für die Towerview durchgeführt.
- Wesentliche Grundlage unserer Untersuchungen sind folgende vom Auftraggeber zur Verfügung gestellten Unterlagen:
 - Jahresabschlüsse der Readcrest Capital für die Geschäftsjahre 2021 bis 2024;
 - Jahresabschlüsse der Towerview Gesellschaften für das Geschäftsjahr 2023;
 - Übersicht zur Towerview Gruppe mit Stand vom Oktober 2024;
 - Managementreporting (inkl. operativer Kennzahlen) der Towerview Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024;
 - Managementplanung der Towerview Gruppe für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027;
 - Übersicht zur Belegschaft der Towerview Gruppe im Geschäftsjahr 2023;
 - Übersicht zur Finanzposition der Towerview Gruppe vom Januar 2025.

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG (2/2)

Auftrag und Auftragsdurchführung (Fortsetzung)

- Darüber hinaus wurden uns im Rahmen unserer Tätigkeit vom Management der Towerview mündliche und schriftliche Auskünfte erteilt.
- Das Management der Towerview hat uns gegenüber in einer Vollständigkeitserklärung bestätigt, dass uns alle für unsere Tätigkeit erforderlichen Informationen und Unterlagen vollständig und richtig zur Verfügung gestellt wurden und diese in diesem Bericht korrekt wiedergegeben sind.
- Den Auftrag haben wir – mit Unterbrechungen – von Februar bis Juni 2025 in unseren Büroräumen in Stuttgart und München durchgeführt.
- Alle in diesem Bericht dargestellten Berechnungen wurden mit Nachkommastellen durchgeführt. Sofern Zahlen in Tabellen zur besseren Übersichtlichkeit ohne Nachkommastellen ausgewiesen sind, kann die Addition bzw. Subtraktion der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

Limitierungen, Haftung & Weitergabe

- Wir weisen darauf hin, dass sich diese Aufgabenstellung und die dafür durchgeführten Untersuchungen in ihrem Umfang und ihren Zielen wesentlich von einer vollumfänglichen Unternehmensbewertung nach IDW S 1, einer Fairness Opinion nach IDW S 8, einer Werthaltigkeitsbescheinigung, einer Jahresabschlussprüfung, einer Due Diligence oder ähnlichen Tätigkeiten unterscheidet. Demzufolge stellt dieser Bericht kein Testat und auch keine andere Form der Bescheinigung oder Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder der Unternehmensplanung dar. Wir übernehmen daher keine Verantwortung für das Eintreten der Unternehmensplanung bzw. der zugrunde liegenden Annahmen und Prämissen.
- Die der Aufgabenstellung zugrunde liegenden Informationen und Unterlagen haben wir auftragsgemäß weder geprüft noch prüferisch durchgesehen, sondern ausschließlich kursorisch plausibilisiert. Daher kann es bei tiefergehenden Analysen zu abweichenden Ergebnissen oder Erkenntnissen kommen.
- Wir weisen darauf hin, dass es nicht Gegenstand unserer Analysen war, die strategischen, rechtlichen oder steuerlichen Aspekte des oben genannten Bewertungsanlasses zu prüfen.

Limitierungen, Haftung & Weitergabe (Fortsetzung)

- Die Erstellung der zur Bewertung der Towerview verwendeten Unternehmensplanung sowie der zugrunde liegenden Fakten, Annahmen und Prämissen liegen ausschließlich im Verantwortungsbereich der Obotritia.
- Dieser Bericht dient ausschließlich der Information des Vorstands der Obotritia Capital KGaA im Zusammenhang mit der oben genannten Sachkapitalerhöhung. Sie ersetzt keine eigenständige Würdigung der Sachkapitalerhöhung durch die Organe der Obotritia Capital KGaA und stellt auch keine Empfehlung zur Durchführung der Sachkapitalerhöhung für die Organe der Obotritia Capital KGaA dar. Darüber hinaus umfasst sie keine Beurteilung, ob die Sachkapitalerhöhung etwaigen rechtlichen Anforderungen entspricht. Darüber hinaus ist dieser Bericht nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Vorbehaltlich unserer vorherigen ausdrücklichen und schriftlichen Zustimmung darf dieser Bericht außerhalb der vorstehenden Zwecke nur dann an Dritte weitergegeben werden, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbestimmungen ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsvereinbarung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat. Die Weitergabe darf ausschließlich in vollem Wortlaut sowie einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck unseres zugrunde liegenden Auftrags und den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen erfolgen.
- Einer Verwendung des Berichts im Zusammenhang mit der Einberufung der Hauptversammlung der Obotritia Capital KGaA sowie im Zusammenhang mit der Registeranmeldung der Sachkapitalerhöhung stimmen wir zu.
- Unserem Auftrag liegen die als Anlage beigefügten allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 zugrunde.

2. EXECUTIVE SUMMARY

2. EXECUTIVE SUMMARY

TV Midco 2 Gruppe | Ertragswertverfahren

in TGBP	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	TV
---------	--------------	--------------	--------------	----

I. Ableitung der Nettoausschüttungen

EBITDA	13.852	14.084	14.589	14.735
Abschreibungen	-2.413	-2.499	-2.610	-2.636
EBIT	11.439	11.585	11.979	12.099
Finanzergebnis	-8.500	-8.364	-8.268	-8.263
EBT	2.939	3.220	3.711	3.836
Ertragsteuern	-1.821	-1.840	-1.901	-1.920
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	1.118	1.381	1.810	1.916
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
Ausschüttung an die Anteilseigner	-	-	1.810	1.916

II. Ableitung des Werts des Eigenkapitals

Ausschüttung an die Anteilseigner	-	-	1.810	1.916
Inflationsbedingte Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-13
Δ Working Capital	-	-	-	-6
Zu diskontierende Nettoausschüttung	-	-	1.810	1.897
Eigenkapitalkosten	6,4%	6,4%	6,4%	5,4%
Barwertfaktor	0,94	0,88	0,83	15,41
Barwert Nettoausschüttung p.a.	-	-	1.503	29.242
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2024	30.745			
Aufzinsungsfaktor	1,03			
Wert des Eigenkapitals (100%) zum 1.6.2025	31.548			
Einzubringende Anteile	91,09%			
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 1.6.2025	28.737			
EUR/GBP zum 1.6.2025	0,84			
Anteiliger Wert des Eigenkapitals (TEUR) zum 1.6.2025	34.162			

Quelle: Analyse Rödl & Partner

Sacheinlage im Wege der Kapitalerhöhung bei der Readcrest Capital AG

- Die Obotritia Capital KGaA beabsichtigt, ihre Beteiligung an der Towerview Gruppe im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die börsennotierte Readcrest Capital AG einzubringen.
- Die Ableitung einer technischen Wertuntergrenze der in die Readcrest Capital AG einzubringenden Anteile an der Towerview wurde auf Basis der TV Midco 2 Gruppe als konsolidierte Ebene der Gruppenplanung durchgeführt.
- Mittels dem Ertragswertverfahren ermitteln wir zum Bewertungsstichtag 1. Juni 2025 einen anteiligen Marktwert für 91,09% der Anteile am Eigenkapital der TV Midco 2 Gruppe i. H. v. TEUR 34.162.
- Eine technische Wertuntergrenze für die Aktien der Readcrest Capital AG wurde mittels einem Substanzwertverfahren ermittelt. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden).
- Aufgrund des bilanziell ausgewiesenen nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrags der Readcrest in Höhe von TEUR 373, mangels wesentlicher Vermögensgegenstände und vor dem Hintergrund der vorhandenen Rückstellungen und Verbindlichkeiten halten wir einen Wert je Aktie von deutlich unter EUR 1,00 aus Sicht eines Substanzwertes für sachgerecht. Im Falle einer Liquidation der Gesellschaft könnten Eigenkapitaleigner nicht von einer Ausschüttung verbleibender Beträge ausgehen. Für die Zwecke einer Einbringung unter Ausgabe eigener Anteile ist damit der Ansatz eines Wertes von EUR 1,20 je Aktie für die gegenwärtigen Aktionäre der Readcrest zumindest nicht nachteilig und somit auch sachgerecht.

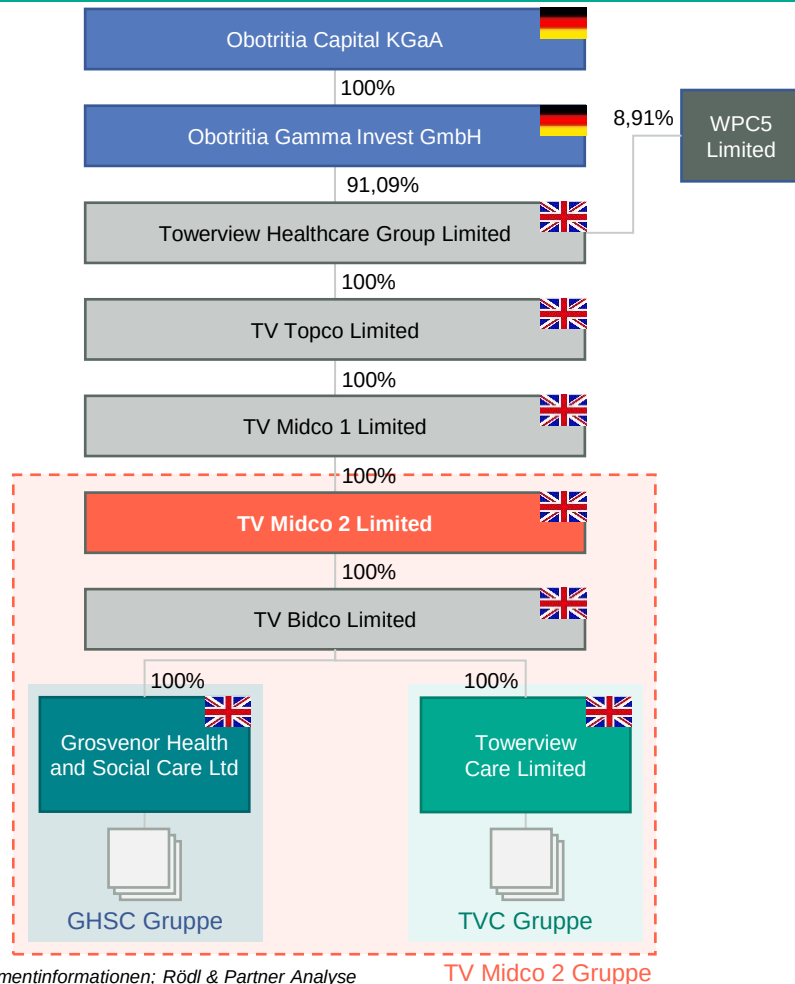
3.

- 3.1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen
- 3.2 Historische Ertrags- und Vermögenslage
- 3.3 Geplante Ertragslage
- 3.4 Kapitalisierungszinssatz
- 3.5 Ertragswertverfahren
- 3.6 Multiplikatorbewertung

3.1 RECHTLICHE GRUNDLAGEN

Die Obotritia ist mehrheitlich an der Towerview beteiligt und beabsichtigt, Ihre Anteile an der Towerview im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die börsennotierte Readcrest Capital einzubringen. Vor diesem Hintergrund wurde Rödl & Partner mit der Ableitung einer technischen Wertuntergrenze beauftragt.

Towerview | Rechtliche Struktur und Bewertungsobjekt



Quelle: Managementinformationen; Rödl & Partner Analyse

- Die nebenstehende Grafik stellt die Anteilsverhältnisse an der Towerview sowie deren Tochtergesellschaften (zusammen „Towerview Gruppe“) dar. Die Obotritia hält durch ihre 100-prozentige Tochter Obotritia Gamma Invest GmbH 91,09% der Anteile an der Towerview. Die verbleibenden Anteile werden vom Management über die WPC5 Limited gehalten.
- Die Towerview hält über Holdinggesellschaften 100% der Anteile an den beiden operativen Gesellschaften Grosvenor Health and Social Care Ltd mit Sitz in Wolverhampton/England und deren Tochtergesellschaften (zusammen „GHSC Gruppe“) sowie 100% der Anteile an der Towerview Care Limited mit Sitz in Birmingham/England und deren Tochtergesellschaften (zusammen „TVC Gruppe“). Für eine vollständige Übersicht der Tochtergesellschaften verweisen wir auf den Anhang A5. Towerview leistet Managementdienstleistungen an die Unternehmen der TVC Gruppe und GHSC Gruppe.
- Die Obotritia beabsichtigt, ihre Beteiligung an der Towerview im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die börsennotierte Readcrest Capital einzubringen. In diesem Zusammenhang wurde Rödl & Partner beauftragt, eine technische Wertuntergrenze für die Towerview zu ermitteln. Die Finanzierung durch Bank- und Gesellschafterdarlehen wurde über die TV Bidco Limited mit Sitz in Wolverhampton/England in die Gesellschaften der Towerview Gruppe weitergereicht.
- Eine konsolidierte Managementplanung der operativ tätigen Gesellschaften der Towerview liegt lediglich auf Ebene der TV Midco 2 Limited mit Sitz in Wolverhampton/England vor, sodass für Zwecke der Ermittlung einer technischen Wertuntergrenze der Towerview auf die TV Midco 2 Gruppe als Bewertungsobjekt abgestellt wird.

3.1 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN

Im Geschäftsjahr 2024 generierte die TV Midco 2 Gruppe rund 80% der Umsatzerlöse mit häuslichen Pflegedienstleistungen und rund 20% durch den Betrieb von Alters- und Pflegeheimen. Der Kundenmix besteht nahezu exklusiv aus öffentlich finanzierten, langlaufenden Verträgen, welche über ein Vergabeverfahren gewonnen werden.

TV Midco 2 Gruppe | Geografischer Fußabdruck



Aktive Pflegeheime

1. Smithy Bridge Court
2. Loxley Court
3. Bridge, Burton and Trent Court
4. Veronica House

Hauptsitz

5. Grosvenor Health and Social Care
6. Towerview Care Limited
7. Towerview Healthcare Group Limited

TV Midco 2 Gruppe | Wesentliche Leistungsindikatoren in 2024

TVC Gruppe

Auslastung:
233 Betten zu Ø 82%
belegt

Ø wöchentliche
Gebühren:
GBP 2,500

Deckungsbeitrags-
marge von 16,4%

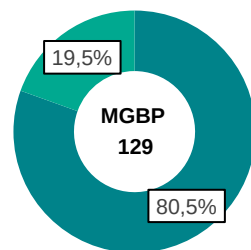
GHSC Gruppe

Wöchentliche
Auslastung:
~87.500 Stunden

Ø Stundensatz:
GBP 23

Deckungsbeitrags-
marge von 11,9%

Umsatzverteilung GJ24



■ GHSC Gruppe ■ TVC Gruppe

- Die TV Midco 2 Gruppe gliedert sich in zwei Geschäftsbereiche. Die Grosvenor Health and Social Care Ltd (GHSC) Gruppe ist aktiv im Bereich der häuslichen Pflege vulnerabler Personen und beschäftigt etwa 3.500 Mitarbeiter, von denen rund 90% in Teilzeit tätig sind. Die Towerview Care Limited (TVC) Gruppe betreibt mit etwa 450 Mitarbeitern, von denen etwa 50% in Teilzeit arbeiten, Alten- und Pflegeheime. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte die TV Midco 2 Gruppe einen Gesamtumsatz von MGBP 129, von welchem ~80% durch häusliche Pflegeleistungen der GHSC Gruppe generiert wurden.
- Towerview operiert in einem stark regulierten Umfeld, in welchem die Qualität der erbrachten Dienstleistungen sowie die Einhaltung der Vorschriften von öffentlichen Institutionen regelmäßig überprüft und beurteilt wird. Die Ausgabe einer verbesserungswürdigen Bewertung schlägt sich direkt in einer sinkenden Nachfrage nach Pflegeleistungen nieder, diese kann jedoch nach Behebung der festgestellten Mängel wiederhergestellt werden.
- Der englische Markt für Pflegeleistungen zeichnet sich durch eine starke Nachfrage aus, welche aufgrund des demographischen Wandels in der Zukunft weiter steigen wird. Die Pflege wird zu einem wesentlichen Teil durch öffentliche Institutionen finanziert. In England gelten diese jedoch als allgemein unterfinanziert. Als Konsequenz dessen bietet der Markt umsatzseitig zwar große Wachstumschancen für die Towerview, welche tendenziell jedoch zu Lasten der Profitabilität gehen würden. Das Management der Towerview prüft daher genauestens die Profitabilität laufender sowie potenzieller Verträge und war in der jüngeren Vergangenheit regelmäßig in der Lage, fast alle Kostensteigerungen mittels steigender Gebühren zu kompensieren.
- Qualifiziertes und verfügbares Personal stellt auskunftsgemäß die zentrale Ressource im Pflegemarkt dar. Aufgrund der hohen Nachfrage nach Fachkräften greifen Pflegedienstleister daher regelmäßig auf internationale Mitarbeiter und Agenturen zurück. Die Kosten für Personal werden maßgeblich durch die Entwicklung des Mindestlohns und der Sozialabgabenquote getrieben.

3.2 HISTORISCHE VERMÖGENSLAGE

Aufgrund von Akquisitionen weist die TV Midco 2 Gruppe einen hohen Verschuldungsgrad auf. Das Eigenkapital ist nach operativen Restrukturierungen und einer hohen Belastung aus der Finanzierung unter Druck.

TV Midco 2 Gruppe | Historische Vermögenslage

	31.12.22	31.12.23	31.12.24
in TGBP	Ist	Ist	Ist
Immaterielle Vermögensgegenstände	56.017	50.023	49.427
Sachanlagevermögen	33.553	28.315	26.600
[1] Langfristige Vermögenswerte	89.570	78.338	76.027
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9.196	10.238	11.596
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände	1.887	1.694	1.823
Kasse und Sichtguthaben bei Banken	3.835	10.380	6.814
[2] Kurzfristige Vermögenswerte	14.919	22.312	20.233
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-4.577	-2.815	-4.708
Sonstige Rückstellungen	-5.716	-6.182	-2.956
Verbindlichkeiten aus Zinsaufwendungen	-745	-1.087	-670
Sonstige Verbindlichkeiten	-10.789	-12.550	-10.612
Steuerverbindlichkeiten	-1.378	-1.253	-304
Passive latente Steuern	37	-701	-2.869
[3] Kurzfristige Verbindlichkeiten	-23.168	-24.586	-22.120
Verzinsliche Darlehen	-70.265	-73.153	-71.546
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen	3.436	-2.338	-2.589
Kaufpreisverbindlichkeiten	-450	-	-2.163
[4] Langfristige Verbindlichkeiten	-67.279	-75.491	-76.297
[5] Eigenkapital	14.042	572	-2.157

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

Die nebenstehende Tabelle stellt die Entwicklung der historischen Vermögenslage der TV Midco 2 Gruppe zum 31. Dezember der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 gemäß Management-Reporting (UK-GAAP) dar. Im Folgenden werden die wesentlichen Posten kurz beschrieben:

- [1]** Die immateriellen Vermögensgegenstände umfassen fast ausschließlich Geschäfts- oder Firmenwerte, welche gemäß UK-GAAP planmäßig abgeschrieben werden. Das Sachanlagevermögen umfasst neben Büroausstattung im Wesentlichen Grund und Gebäude sowie Ausstattung der Pflegeheime in der TVC Gruppe und wird über durchschnittlich zehn Jahre abgeschrieben.
- [2]** Die kurzfristigen Vermögenswerte bestehen zum Großteil aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Sichtguthaben bei Banken. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen entwickeln sich über den Betrachtungszeitraum relativ konstant im Verhältnis zu den Umsatzerlöse. Der für Branchenverhältnisse relativ geringe Forderungsbestand ist gemäß Management primär auf ein effektives Rechnungsmanagement und eine adressatengerechte Rechnungsstellung zurückzuführen.
- [3]** Die kurzfristigen Verbindlichkeiten entwickeln sich über den Betrachtungszeitraum relativ konstant. Die wesentlichen Treiber umfassen Personalkosten in den sonstigen Verbindlichkeiten sowie Verbrauchsgüter im Rahmen der Pflege in den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen.
- [4]** Die langfristigen Verbindlichkeiten umfassen überwiegend verzinsliche Bankdarlehen zu einem variablen Zinssatz auf den Sterling Overnight Index Average (SONIA) und einer Laufzeit bis 2028. Die Kaufpreisverbindlichkeiten stehen im Zusammenhang mit gestundeten Kaufpreiszahlungen, welche bis 2026 fällig werden.
- [5]** Über den Betrachtungszeitraum fällt das Eigenkapital stetig ab. Hintergrund sind operative Restrukturierungen in der Towerview Gruppe sowie eine hohe Belastung durch die Finanzierung und Amortisation der Firmenwerte.

3.2 HISTORISCHE ERTRAGSLAGE

Die Geschäftsjahre 2022 und 2023 sind von einer Restrukturierung geprägt. Mit einem deutlichen Umsatzwachstum bei der GHSC Gruppe und durch ein Abstoßen unprofitabler Engagements verbessert sich das EBIT der TV Midco 2 Gruppe signifikant über den Betrachtungszeitraum.

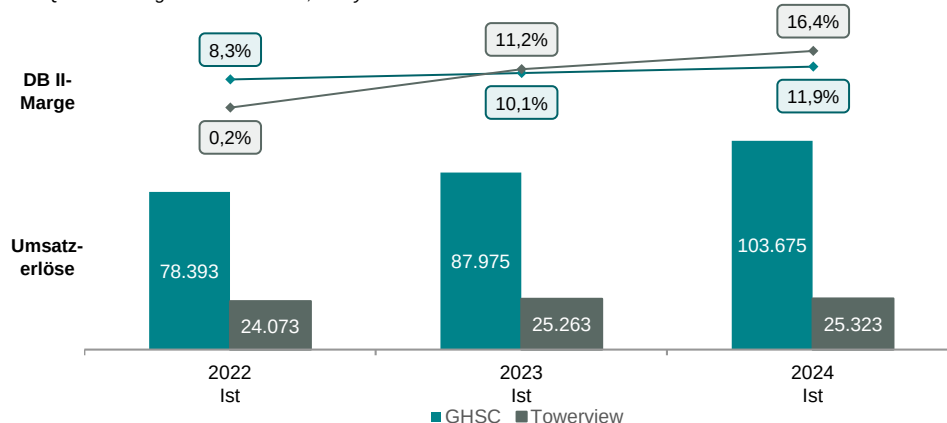
TV Midco 2 Gruppe | Historische Ertragslage

	2022	2023	2024	CAGR
in TGBP	Ist	Ist	Ist	2022-24
[1] Umsatzerlöse	102.466	113.238	128.998	12,2%
[2] Direkte Personalkosten	-71.381	-76.952	-87.440	10,7%
Deckungsbeitrag I	31.085	36.286	41.558	15,6%
[3] Indirekte Personalkosten	-6.950	-6.593	-6.835	-0,8%
[4] Nicht-Pflegekosten	-4.142	-4.250	-4.471	3,9%
[5] Kosten der Immobilien	-4.424	-3.876	-3.611	-9,7%
[6] Sonstige Kosten	-9.036	-9.849	-10.126	5,9%
Deckungsbeitrag II	6.533	11.718	16.516	59,0%
[7] Außergewöhnliche Kosten	-5.691	-2.351	-388	-73,9%
EBITDA	842	9.367	16.128	337,7%
[8] Abschreibungen	-8.459	-8.737	-8.711	1,5%
EBIT	-7.617	630	7.418	n.v.

KPIs in % der Umsatzerlöse

Deckungsbeitrag I	30,3%	32,0%	32,2%
Deckungsbeitrag II	6,4%	10,3%	12,8%
EBITDA	0,8%	8,3%	12,5%
EBIT	-7,4%	0,6%	5,8%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner



Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

Die nebenstehende Tabelle stellt die Entwicklung der historischen Ertragslage der TV Midco 2 Gruppe für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 gemäß Management-Reporting (UK-GAAP) dar. Im Folgenden werden die wesentlichen Posten kurz beschrieben:

- [1] Die Umsatzerlöse der TV Midco 2 Gruppe steigen über den Betrachtungszeitraum mit durchschnittlich 12,2% p. a. an. Dies ist im Wesentlichen durch zwei neu gewonnene Verträge der GHSC Gruppe in Birmingham und Manchester begründet. Dahingegen entwickeln sich die Umsatzerlöse der TVC Gruppe relativ konstant. Hintergrund ist die Schließung unprofitabler Pflegeheime im Zuge der Restrukturierung. Die wegfallenden Umsätze werden durch gestiegene durchschnittliche Gebühren sowie eine höhere durchschnittliche Auslastung in den fortgeführten Pflegeheimen kompensiert.
- [2] Die direkten Personalkosten betreffen überwiegend Pflegebedienstete mit direktem Patientenkontakt. Personalkostensteigerungen stellen den größten Kostentreiber für die TV Midco 2 Gruppe dar und konnten in der Vergangenheit nahezu vollständig im Rahmen der Pflegeverträge weitergegeben werden. Aufgrund der Beendigung unprofitabler Engagements verbesserte sich die Deckungsbeitragsmarge um ~2 Prozentpunkte über den Betrachtungszeitraum.
- [3] Die indirekten Personalkosten umfassen Angestellte im Nicht-Pflegebereich wie bspw. Vertretungen in den Niederlassungen und entwickeln sich daher relativ konstant.
- [4] Die Nicht-Pflegekosten umfassen alle Verbrauchsgegenstände, die zur Patientenbetreuung, Hygiene und dem generellen Betrieb benötigt werden.
- [5] Kosten der Immobilien umfassen im Wesentlichen die Betriebskosten für die Niederlassungen und Pflegeheime. Im Betrachtungszeitraum werden Kostensteigerungen durch Schließungen im Zuge der Restrukturierung kompensiert.
- [6] Sonstige Kosten umfassen im Wesentlichen Personalkosten und sonstige Aufwendungen aus indirekten Funktionen.
- [7] Außergewöhnliche Kosten betreffen insbesondere temporär fortlaufende Kosten i. V. m. der Schließung von Pflegeheimen und Niederlassungen, Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen aufgrund von verfallenen Urlaubsansprüchen sowie weiterbelastete Managementkosten für die Steuerung der Gruppe.
- [8] Abschreibungen betreffen i. W. den Geschäfts- oder Firmenwert (TGBP -6.278 in 2024) sowie die Pflegeheime inkl. deren Ausstattung (TGBP -2.433 in 2024).

3.3 GESCHÄFTSPLANUNG

Das Management der TV Midco 2 Gruppe plant ein primär preisgetriebenes Umsatzwachstum über den Planungszeitraum. Das erwartete EBIT ist gegenüber 2024 rückläufig, da Kostensteigerungen insbesondere im Bereich der Sozialabgaben nur bedingt weitergegeben werden können.

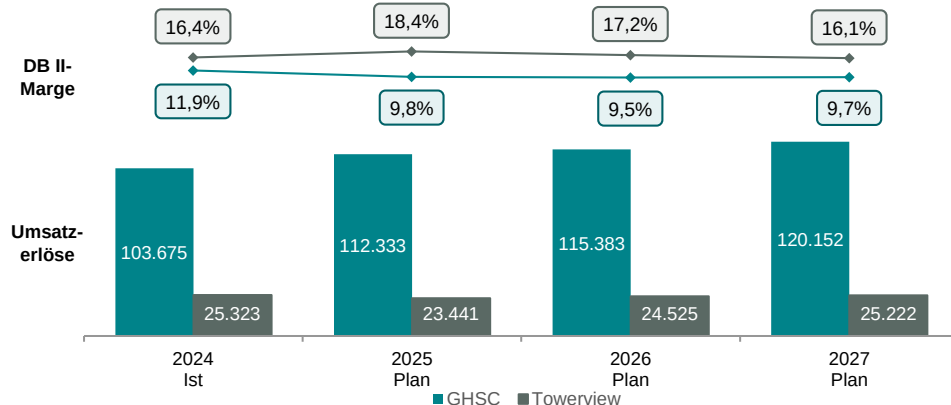
TV Midco 2 Gruppe | Geschäftsplanung

	2024	2025	2026	2027	CAGR
in TGBP	Ist	Plan	Plan	Plan	2024-27
[1] Umsatzerlöse	128.998	135.774	139.908	145.374	4,1%
[2] Direkte Personalkosten	-87.440	-94.108	-97.453	-101.645	5,1%
Deckungsbeitrag I	41.558	41.666	42.454	43.729	1,7%
[3] Indirekte Personalkosten	-6.835	-7.937	-8.166	-8.470	7,4%
[4] Nicht-Pflegekosten	-4.471	-4.619	-4.767	-4.871	2,9%
[5] Kosten der Immobilien	-3.611	-3.346	-3.470	-3.529	-0,8%
[6] Sonstige Kosten	-10.126	-10.457	-10.872	-11.158	3,3%
Deckungsbeitrag II	16.516	15.308	15.179	15.701	-1,7%
[7] Außergewöhnliche Kosten	-388	-1.655	-1.095	-1.112	42,1%
EBITDA	16.128	13.652	14.084	14.589	-3,3%
[8] Abschreibungen*	-2.433	-2.413	-2.499	-2.610	2,4%
EBIT	13.695	11.239	11.585	11.979	-4,4%

Wesentliche Kennzahlen [in % der Gesamtleistung]

Deckungsbeitrag I	32,2%	30,7%	30,3%	30,1%
Deckungsbeitrag II	12,8%	11,3%	10,8%	10,8%
EBITDA	12,5%	10,1%	10,1%	10,0%
EBIT	10,6%	8,3%	8,3%	8,2%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner * adjustiert um Abschreibungen auf den GoF



Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

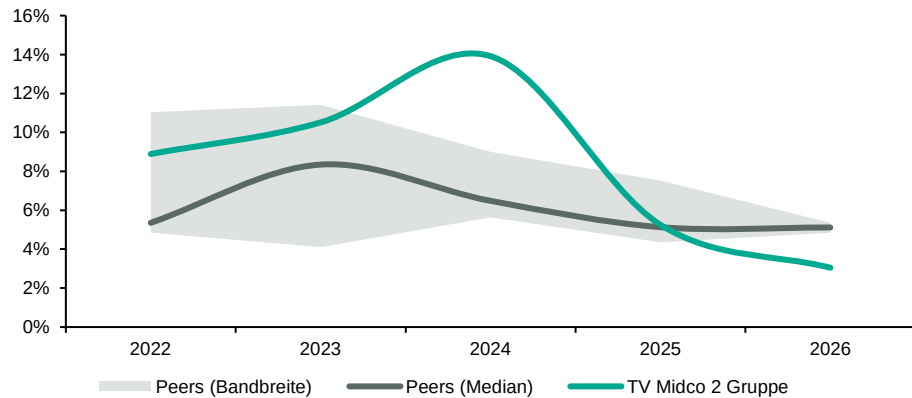
Die nebenstehende Tabelle stellt die Geschäftsplanung der TV Midco 2 Gruppe für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027 gemäß Management-Reporting (UK-GAAP) dar. Im Folgenden werden die wesentlichen Posten kurz beschrieben:

- Das Management erwartet für die TV Midco 2 Gruppe ein rein organisches Umsatzwachstum bis 2027 von durchschnittlich 4,1% p. a.. Das geplante Wachstum wird durch die GHSC Gruppe getragen und basiert im Wesentlichen auf der Fortführung aller bestehenden Pflegeverträge bei einem marginalen Wachstum der Pflegestunden. Das geplante Umsatzwachstum resultiert aus der Weitergabe der erwarteten Kostensteigerungen insbesondere im Bereich Personal. Auf Ebene der TVC Gruppe erwartet das Management in 2025 aufgrund einer Patientenrotation rückläufige Umsatzerlöse. Diese sollen sich jedoch bis 2027 i. W. aufgrund einer Verbesserung der Auslastung der Pflegeheime verbessern.
- In 2025 plant das Management mit einem überproportionalen Wachstum der direkten Personalkosten aufgrund eines ansteigenden Mindestlohns sowie höheren Sozialabgaben. Letztere sind auf einen steigenden Beitragssatz sowie herabgesetzte Schwellenwerten für die Arbeitgeberbeitragspflicht bei der Sozialversicherung zurückzuführen. Das Management erwartet, diese Kostensteigerung nur bedingt weitergeben zu können, sodass eine rückläufige Deckungsbeitragsmarge geplant ist.
- Die indirekten Personalkosten steigen aufgrund einer Reklassifizierung aus [7] in 2025 an. Darüber hinaus plant das Management eine inflationsbasierte Gehaltsentwicklung.
- Die Nicht-Pflegekosten sind durch inflationäre Kostensteigerungen getrieben.
- Die geplanten Kosten der Immobilien sind in 2025 aufgrund von auslaufenden Effekten aus der Schließung von Pflegeheimen und Niederlassung weiter rückläufig. Ab 2026 plant das Management eine inflationäre Kostensteigerung.
- Die geplanten sonstigen Kosten sind durch inflationäre Kostensteigerungen getrieben.
- Unter Berücksichtigung gegenläufiger Effekte aus der Auflösung von Rückstellungen in 2024 entwickeln sich die geplanten außergewöhnlichen Kosten relativ konstant über den Planungszeitraum.
- Die geplanten Abschreibungen (bereinigt um den Geschäfts- oder Firmenwert) entwickeln sich aufgrund regelmäßiger Erhaltungsinvestitionen relativ konstant über den Planungszeitraum.

3.3 BENCHMARKING

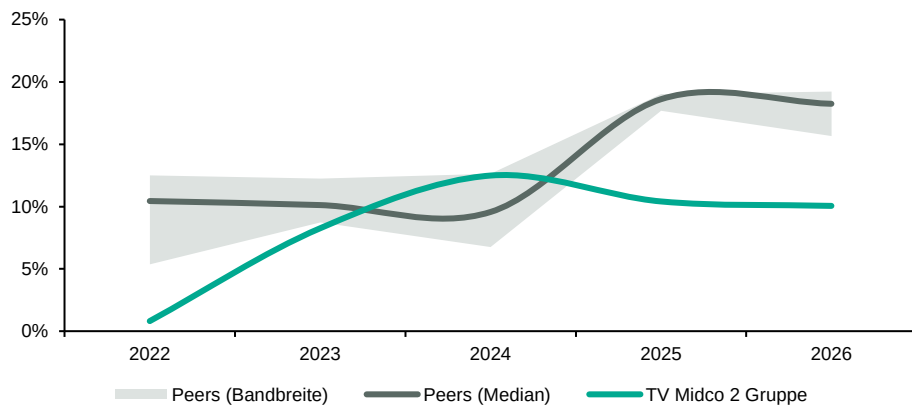
Wir haben ein Umsatz- und Profitabilitäts-Benchmarking mit börsennotierten Peer-Unternehmen durchgeführt. Die Annahmen der Managementplanung erscheinen vor dem Hintergrund des Benchmarkings materiell, extern plausibel.

TV Midco 2 Gruppe | Benchmarking des Umsatzwachstums [in %]



Quelle: S&P Capital IQ; Analyse Rödl & Partner

TV Midco 2 Gruppe | Benchmarking der EBITDA-Marge [in %]



Quelle: S&P Capital IQ; Analyse Rödl & Partner

Auf Basis von Analysten-Forecasts für eine Gruppe vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Peer Group) haben wir ein Umsatz- und Profitabilitäts-Benchmarking vorgenommen. Die Peer Group ist identisch zur Ableitung der Betafaktoren (vgl. Anhang A2). Die dargestellten Bandbreiten sind Interquartilsbandbreiten (25%–75%).

Umsatzwachstum

- Die nebenstehende Grafik zeigt das historische und geplante Umsatzwachstum der TV Midco 2 Gruppe im Vergleich zur Peer Group. Das historische Wachstum liegt tendenziell am oberen Ende der in der Peer Group beobachteten Wachstumsraten.
- Das abgeschlossene Geschäftsjahr 2024 weist mit dem Zugewinn wesentlicher Pflegeverträge und M&A-Aktivitäten der GHSC Gruppe einen sprunghaften Anstieg der Umsatzerlöse um ~14% auf. Im selben Zeitraum erzielten die Peer-Unternehmen ein Umsatzwachstum zwischen 6-9%.
- Die Umsatzplanung der TV Midco 2 Gruppe gleicht sich über den Planungszeitraum den erwarteten Wachstumsraten der Peer Group an.

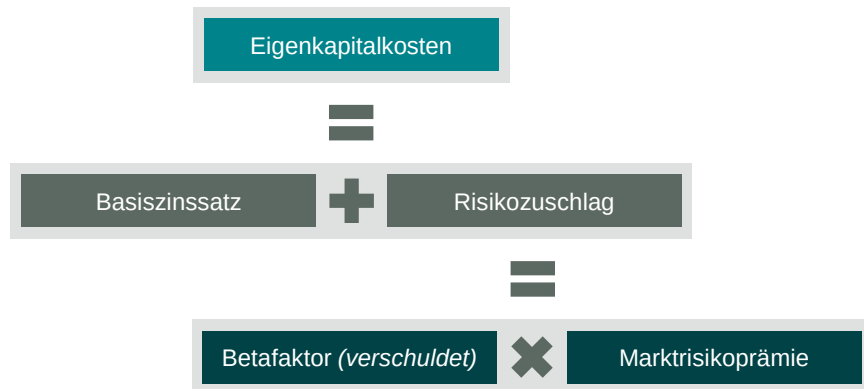
EBITDA-Marge

- Aufgrund der Restrukturierung ist die EBITDA-Marge in 2022 nicht repräsentativ.
- Die Profitabilität der TV Midco 2 Gruppe verläuft mittelfristig unterhalb der Peer Group. Die Hintergründe einer geringeren Profitabilität gegenüber der Peer-Unternehmen umfassen unter anderem Unterschiede in
 - der Kundenstruktur (privat versus öffentlich finanziert),
 - der adressierten Märkte bzw. der zugrundeliegenden Gesundheitssysteme sowie
 - der Umsatzverteilung zwischen häuslicher Pflege und dem Betrieb von Pflegeheimen.

3.4 KAPITALISIERUNGSSZINSSATZ (1/2)

Die Eigenkapitalkosten der TV Midco 2 Gruppe wurden anhand des CAPM ermittelt. Dabei wurde analog der empfohlenen Vorgehensweise des IDW zum Bewertungsstichtag ein Basiszinssatz von 3,00% und eine Marktrisikoprämie von 6,00% angesetzt. Der unverschuldete Betafaktor liegt bei 0,43. Die sich ergebenden Eigenkapitalkosten liegen zwischen 6,4% und 5,4% nach Abschlägen.

Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes



Allgemeine Bewertungsgrundlagen

- Der Kapitalisierungszinssatz bildet die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen (das Bewertungsobjekt) mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage am Kapitalmarkt vergleicht. Im Rahmen des Ertragswertverfahrens werden die künftigen Nettoausschüttungen mit einem Eigenkapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag zum Wert des Eigenkapitals (Equity Value) diskontiert. Die Eigenkapitalkosten haben wir mit Hilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) abgeleitet.

Basiszinssatz, Länderrisikoprämie & Inflationsdifferential

- Der Basiszinssatz stellt eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen dar. Der risikofreie Basiszinssatz wurde entsprechend der Empfehlung des IDW auf Basis einer Zinsstrukturkurve sowie anhand von Daten der Deutschen Bundesbank ermittelt und beträgt zum Bewertungsstichtag 3,00%. Der deutsche Basiszinssatz in EUR ist in einen lokalen Basiszinssatz zu transformieren, da die Zahlungsströme in England in GBP entstehen.

Basiszinssatz, Länderrisikoprämie & Inflationsdifferential (Fortsetzung)

- Die Länderrisikoprämie für England beträgt 0,8% basierend auf aktuellen Auswertungen von Professor Damodaran (NYU Stern), auf welche in der Praxis regelmäßig abgestellt wird. Ein wesentliches Inflationsdifferential zwischen Deutschland und England besteht gemäß der Daten des International Monetary Fund (IMF) nicht. Sowohl die Länderrisikoprämie als auch das Inflationsdifferential wurden auf den Basiszinssatz aufgeschlagen, um die makroökonomischen Umstände in England zu berücksichtigen.

Risikozuschlag

- Die Unsicherheit über die künftigen finanziellen Überschüsse lassen sich die Marktteilnehmer durch Risikozuschläge auf den Zinssatz einer risikolosen Anlage abgelten. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag resultiert aus der Multiplikation der Marktrisikoprämie (Überrendite einer Investition in die durchschnittliche Alternativanlage gegenüber dem Basiszins) mit dem individuellen Risikomaß des zu bewertenden Unternehmens (sogenannter Betafaktor).
- Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung („FAUB“) des IDW hält es für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0% bis 8,0% zu orientieren (Verlautbarung vom 25. Oktober 2019). Wir erachten eine Marktrisikoprämie zum Bewertungsstichtag von 6,00% für angemessen.
- Da die TV Midco 2 Gruppe nicht börsennotiert ist, kann kein eigener Betafaktor für diese Gesellschaft empirisch ermittelt werden. Im Rahmen von Bewertungen von nicht börsennotierten Unternehmen wird daher regelmäßig auf die Betafaktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peergroup) zurückgegriffen.
- Bezüglich der Auswahl der Peergroup bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit jenen Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Dienstleistungen anbieten, vergleichbaren Marktstrukturen unterliegen und deren operative Risiken somit zu einem nicht unwesentlichen Maß mit jenen des Bewertungsobjekts vergleichbar sind.
- Trotz dieses systematischen Auswahlprozesses verbleiben naturgemäß Unterschiede zwischen den Unternehmen der Peer Group und der TV Midco 2 Gruppe. Eine vollständige Vergleichbarkeit ist regelmäßig nicht erreichbar.

3.4 KAPITALISIERUNGSSZINSSATZ (2/2)

Die Eigenkapitalkosten der TV Midco 2 Gruppe wurden anhand des CAPM ermittelt. Dabei wurde analog der empfohlenen Vorgehensweise des IDW zum Bewertungsstichtag ein Basiszinssatz von 3,00% und eine Marktrisikoprämie von 6,00% angesetzt. Der unverschuldete Betafaktor liegt bei 0,43. Die sich ergebenden Eigenkapitalkosten liegen zwischen 6,4% und 5,4% nach Abschlägen.

TV Midco 2 Gruppe | Ermittlung der Eigenkapitalkosten

	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	TV
Eigenkapitalkosten				
Risikoloser Zinssatz	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Länderrisikoprämie	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Inflationsspreads	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marktrisikoprämie	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta relevered	0,43	0,43	0,43	0,43
<i>Beta unlevered</i>	0,43	0,43	0,43	0,43
<i>Beta Net Debt</i>	0,43	0,43	0,43	0,43
Verschuldungsgrad (Debt / Equity)	219,8%	201,3%	180,8%	175,5%
Eigenkapitalkosten	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente				
Wachstumsabschlag				-1,0%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,4%	6,4%	6,4%	5,4%

TV Midco 2 Gruppe | Verschuldungsgrad

Equity Value	30.745	32.709	34.799	35.212
Net Debt	67.564	65.844	62.925	61.792
Enterprise Value	98.310	98.553	97.724	97.003
EK-Quote zu Marktwerten	31,3%	33,2%	35,6%	36,3%
FK-Quote zu Marktwerten	68,7%	66,8%	64,4%	63,7%
Verschuldungsgrad (Debt / Equity)	219,8%	201,3%	180,8%	175,5%

Quelle: Analyse Rödl & Partner

Risikozuschlag (Fortsetzung)

- Der Betafaktor wurde auf Basis des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ aus den Betafaktoren der Peer Group abgeleitet, die im Pflegesektor tätig sind. Eine Übersicht der Ableitung der Peergroup ist im Anhang A2 dargestellt.
- Anschließend wurden die Betafaktoren um Kapitalstrukturrisiken bereinigt (unlevern). Dabei wurde unter Berücksichtigung einer relativ hohen Verschuldungsquote bei den Peer Group Unternehmen als auch bei der TV Midco 2 Gruppe ein Teil des operativen Risikos mittels dem sog. Debt Beta den Fremdkapitalgebern zugeordnet.
- Zusätzlich haben wir die statistische Signifikanz der Betafaktoren (Konfidenzintervall und Datenpunkte) sowie die Liquidität der zugrunde liegenden Aktien (Free-Float und Bid-Ask-Spread) überprüft. Es wurden nur solche Betafaktoren berücksichtigt, die gemäß unserer Liquiditätsanalyse als belastbar eingestuft wurden.
- Im vorliegenden Fall halten wir die Bestimmung des unverschuldeten Betafaktors auf Basis einer sogenannten unverschuldeten Betawolke für angemessen. Unter den geschilderten Annahmen ergibt sich ein unverschuldeter Betafaktor zum Bewertungsstichtag von 0,43. Eine Übersicht der Ableitung des unverschuldeten Betafaktors ist im Anhang A3 dargestellt.
- Der unverschuldete Betafaktor muss anschließend an die erwartete Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts angepasst werden (relevern).

Wachstumsabschlag

- Wachstumspotentiale werden für den Zeitraum der ewigen Rente bewertungs-technisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Im Hinblick auf die zukünftigen Wachstumsaussichten der TV Midco 2 Gruppe erachten wir ein jährliches Wachstum der den Anteilseignern zuzuordnenden finanziellen Überschüssen und damit einen Wachstumsabschlag von 1,0% für vertretbar.

3.5 ERTRAGSWERTVERFAHREN (1/2)

Die den Anteilseignern zufließenden Zahlungsströme wurden auf Basis der Geschäftsplanung bis zum EBITDA und einer integrierten Steuer-, Finanz- und Ausschüttungsplanung abgeleitet.

TV Midco 2 Gruppe | Ertragswertverfahren

	2025	2026	2027	TV
<i>in TGBP</i>	Plan	Plan	Plan	
I. Ableitung der Nettoausschüttungen				
[1] EBITDA	13.852	14.084	14.589	14.735
[2] Abschreibungen	-2.413	-2.499	-2.610	-2.636
EBIT	11.439	11.585	11.979	12.099
[3] Finanzergebnis	-8.500	-8.364	-8.268	-8.263
EBT	2.939	3.220	3.711	3.836
[4] Ertragsteuern	-1.821	-1.840	-1.901	-1.920
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	1.118	1.381	1.810	1.916
[5] Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
Ausschüttung an die Anteilseigner	-	-	1.810	1.916
II. Ableitung des Werts des Eigenkapitals				
Ausschüttung an die Anteilseigner	-	-	1.810	1.916
[6] Inflationsbedingte Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-13
Δ Working Capital	-	-	-	-6
Zu diskontierende Nettoausschüttung	-	-	1.810	1.897
[7] Eigenkapitalkosten	6,4%	6,4%	6,4%	5,4%
Barwertfaktor	0,94	0,88	0,83	15,41
Barwert Nettoausschüttung p.a.	-	-	1.503	29.242
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2024	30.745			
Aufzinsungsfaktor	1,03			
Wert des Eigenkapitals (100%) zum 1.6.2025	31.548			
[8] Einzubringende Anteile	91,09%			
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 1.6.2025	28.737			
EUR/GBP zum 1.6.2025	0,84			
Anteiliger Wert des Eigenkapitals (TEUR) zum 1.6.2025	34.162			

Quelle: Analyse Rödl & Partner

Ertragswertverfahren

Die nebenstehende Tabelle stellt die Ableitung des Werts des Eigenkapitals (Equity Value) der TV Midco 2 Gruppe auf Basis des Ertragswertverfahrens zum Bewertungsstichtag 1. Juni 2025 dar.

- Die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungszeitraum basiert auf der vom Management der Towerview zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung. Das nachhaltige EBITDA im Zeitraum der ewigen Rente wurde auf Basis des GJ 2027 unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben.
- Die geplanten Abschreibungen wurden um solche auf den Geschäfts- oder Firmenwert adjustiert. Anstelle der Abschreibungen wird im Zeitraum der ewigen Rente eine nachhaltige Reinvestitionsrate in Ansatz gebracht. Die Reinvestitionsrate berücksichtigt die jährlichen Investitionen, die notwendig sind, um die Substanz des Unternehmens zu erhalten. Die Reinvestitionsrate wurde aus der Abschreibung des GJ 2027 unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0% abgeleitet.
- Das Finanzergebnis resultiert aus dem integrierten Bewertungsmodell unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Bestands der Nettofinanzverschuldung (Net Debt) und dem gewichteten Fremdkapitalkostensatz von durchschnittlich 11,25% basierend auf den aktuellen Schuldpositionen und deren individuellen Konditionen.
- Die prognostizierten EBT wurden um Ertragssteuern gekürzt. Die Ertragsteuern basieren auf einem allgemein gültigen Ertragsteuersatz i. H. v. 25,0%. Dabei wurde die beschränkte Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen i. H. v. 30% des EBITDA berücksichtigt.
- Zukünftige Gewinne werden thesauriert bis das gezeichnete Eigenkapital wiederhergestellt ist. Darüber hinaus bestehen keine Ausschüttungsrestriktionen, sodass im Zeitraum der ewigen Rente eine Vollausschüttung unterstellt wird.

3.5 ERTRAGSWERTVERFAHREN (2/2)

Zum ökonomischen Bewertungsstichtag 1. Juni 2025 beträgt der Wert des Eigenkapitals (Equity Value) der TV Midco 2 Gruppe gemäß Ertragswertverfahren TGBP 31.548.

TV Midco 2 Gruppe | Ertragswertverfahren

	2025	2026	2027	TV
<i>in TGBP</i>	<i>Plan</i>	<i>Plan</i>	<i>Plan</i>	
I. Ableitung der Nettoausschüttungen				
[1] EBITDA	13.852	14.084	14.589	14.735
[2] Abschreibungen	-2.413	-2.499	-2.610	-2.636
EBIT	11.439	11.585	11.979	12.099
[3] Finanzergebnis	-8.500	-8.364	-8.268	-8.263
EBT	2.939	3.220	3.711	3.836
[4] Ertragsteuern	-1.821	-1.840	-1.901	-1.920
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	1.118	1.381	1.810	1.916
[5] Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
Ausschüttung an die Anteilseigner	-	-	1.810	1.916
II. Ableitung des Werts des Eigenkapitals				
Ausschüttung an die Anteilseigner	-	-	1.810	1.916
[6] Inflationsbedingte Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-13
Δ Working Capital	-	-	-	-6
Zu diskontierende Nettoausschüttung	-	-	1.810	1.897
[7] Eigenkapitalkosten	6,4%	6,4%	6,4%	5,4%
Barwertfaktor	0,94	0,88	0,83	15,41
Barwert Nettoausschüttung p.a.	-	-	1.503	29.242
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2024	30.745			
Aufzinsungsfaktor	1,03			
Wert des Eigenkapitals (100%) zum 1.6.2025	31.548			
[8] Einzubringende Anteile	91,09%			
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 1.6.2025	28.737			
EUR/GBP zum 1.6.2025	0,84			
Anteiliger Wert des Eigenkapitals (TEUR) zum 1.6.2025	34.162			

Quelle: Analyse Rödl & Partner

Ertragswertverfahren (Fortsetzung)

[6] Da im Zeitraum der ewigen Rente von einem unendlichen Fortbestehen der TV Midco 2 Gruppe ausgegangen wird, müssen Anpassungen für ein Wachstum der betroffenen Bilanzpositionen berücksichtigt werden. Um die aktuelle Kapitalstruktur des Unternehmens zu erhalten, wurde im Zeitraum der ewigen Rente eine nachhaltige Wachstumsfinanzierung auf Basis der langfristigen Darlehen des GJ 2027 unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0% unterstellt. Um das wachsende operative Geschäft zu finanzieren, wurde im Zeitraum der ewigen Rente eine nachhaltige Veränderung des Nettoumlaufvermögens auf Basis des GJ 2027 unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0% unterstellt.

[7] Die Ableitung der Eigenkapitalkosten der TV Midco 2 Gruppe folgt dem zuvor erläuterten Vorgehen anhand des CAPM und liegt zwischen 6,4% und 5,4% nach Abschlägen.

[8] Die zu diskontierenden Nettoausschüttungen resultieren in einem Wert des Eigenkapitals (Equity Value) der TV Midco 2 Gruppe von TGBP 30.745 auf Basis des Ertragswertverfahrens zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024.

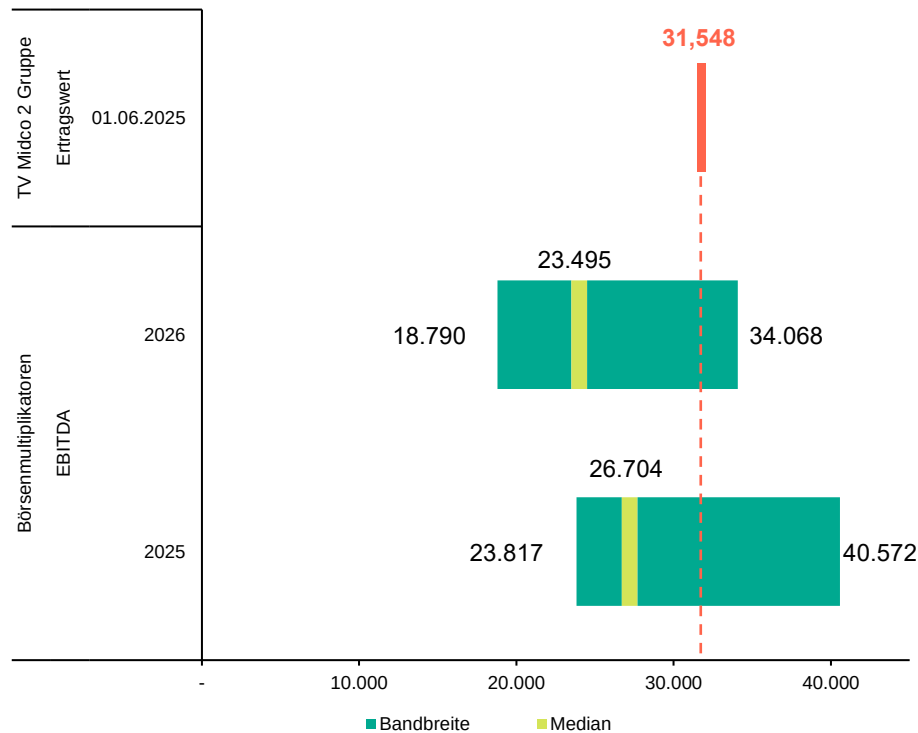
Zum ökonomischen Bewertungsstichtag 1. Juni 2025 beträgt der Wert des Eigenkapitals (Equity Value) der TV Midco 2 Gruppe auf Basis des Ertragswertverfahrens TGBP 31.548.

Nachrichtlich haben wir den Unternehmenswert nach dem DCF-Verfahren im Anhang A4 dargestellt.

3.6 MULTIPLIKATORBEWERTUNG

Die mittels der Multiplikator-Bewertung abgeleitete Wertbandbreite stützt den Wert des Eigenkapitals der TV Midco 2 Gruppe gemäß Ertragswertverfahren.

TV Midco 2 Gruppe | Equity Value Bandbreite mittels Multiplikatoren [in TGBP]



- Für Zwecke der vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren wurden die Vergleichsunternehmen, die auch bei der Ableitung des Betafaktors herangezogen wurden, verwendet (vgl. Anhang A2). Von den 9 identifizierten Vergleichsunternehmen sind lediglich für 6 Unternehmen Schätzungen der zukünftigen Ertragslage verfügbar.
- Das Referenz-EBITDA basiert auf der Planungsrechnung, die auch dem Ertragswertverfahren zugrunde liegt (vgl. Kapitel 3.5).
- Da bei den Multiplikatoren mit Bezug auf EBITDA in einem ersten Schritt der Bruttounternehmenswert (Entity Value) ermittelt wird, muss anschließend der Bestand der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) subtrahiert werden, um den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln. Zum technischen Bewertungsstichtag verfügt die Gesellschaft über Nettofinanzverbindlichkeiten i. H. v. TGBP 67.564.
- Die Ergebnisse der Multiplikator-Bewertung lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:
 - Die Betrachtung der EBITDA-Multiplikatoren resultiert in einer Wertbandbreite von TGBP 23.817 (1. Quartil) bis TGBP 40.572 (3. Quartil) in 2025. Der Median beträgt TGBP 26.704.
 - In 2026 ergibt sich eine Interquartilsbandbreite von TGBP 18.790 (1. Quartil) bis TGBP 34.068 (3. Quartil) mit einem Median von 23.495.
 - Nach Aussagen des Managements erzielte die TV Midco 2 Gruppe ein außergewöhnlich gutes Ergebnis in 2024. Hierbei ist jedoch nicht von einer nachhaltigen Ertragskraft auszugehen, wie das Management auch mit einem rückläufigen EBITDA in der Geschäftsplanung verdeutlicht. Gleichzeitig verzeichnen die Peer-Unternehmen gegenüber den Erwartungen der Analysten einen Einbruch im EBITDA 2024, sodass die EBITDA Multiplikatoren finanzmathematisch bedingt auf ein nicht repräsentatives Niveau ansteigen. Die somit signifikant überschätzte Wertbandbreite mittels dem EBITDA 2024 findet daher keine Berücksichtigung.
- Der mittels dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert des Eigenkapitals (Equity Value) liegt innerhalb der Bandbreite der Börsenmultiplikatoren 2025 und 2026 und ist somit als plausibel zu werten (vgl. Anhang A6).

4. BEWERTUNG DER READCREST CAPITAL AG

5. BEWERTUNG DER READCREST CAPITAL AG

Mangels eines aktiven Geschäftsbetriebs in der Readcrest lässt sich ein Wert für die Aktien der Readcrest nur anhand des Substanzwertes ableiten. Aufgrund des aufgebrauchten Eigenkapitals, mangels wesentlicher Vermögensgegenstände und in Anbetracht bestehender Verbindlichkeiten und Rückstellungen ist der Substanzwert der Aktien unter EUR 1,00 zu sehen.

Readcrest Capital AG | Entwicklung der Vermögenslage

in EUR	31.12.23 Ist	31.12.24 Ist
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	42.788	75.775
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	196.516	1.907
Umlaufvermögen	239.304	77.682
Rechnungsabgrenzungsposten	1.518	1.474
Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag	197.053	372.989
Summe Aktiva	437.875	452.146
Gezeichnetes Kapital	3.300.000	3.300.000
Kapitalrücklage	4.000.006	4.000.006
Bilanzverlust	-7.497.059	-7.672.995
Nicht gedeckter Fehlbetrag	197.053	372.989
Eigenkapital	-	-
Steuerrückstellungen	25.974	25.974
Sonstige Rückstellungen	164.460	111.342
Rückstellungen	190.434	137.317
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-	27
Verbindlichkeiten gegen verbundenen Unternehmen	207.194	274.362
Sonstige Verbindlichkeiten	40.246	40.440
Verbindlichkeiten	247.440	314.829
Summe Passiva	437.875	452.146

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

- Die Readcrest Capital verfügt über kein eigenes operatives Geschäft und erzielte im GJ 2024 einen Jahresfehlbetrag i. H. v. EUR 175.936 (Vorjahr EUR 182.645). Zum 31. Dezember 2024 beläuft sich die Bilanzsumme auf EUR 452.146, welche überwiegend einen nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag i. H. v. EUR 372.989 ausweist. Das Grundkapital der Readcrest ist eingeteilt in 3.300.000 nennwertlose Stückaktien.
- Für Zwecke der Wertermittlung der Readcrest Capital ist somit auf deren Substanz abzustellen. Als Wertuntergrenze dient der Liquidationswert, welcher den Wert der Gesellschaft bei vollständiger Liquidation, d. h. inklusive der Kosten der Liquidation, entspricht. Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich beim Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden).
- Aufgrund des bilanziell ausgewiesenen nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrags in Höhe von TEUR 373 und mangels wesentlicher Vermögensgegenstände halten wir einen Wert je Aktie von deutlich unter EUR 1,00 aus Sicht eines Substanzwertes für sachgerecht. Im Falle einer Liquidation der Gesellschaft könnten Eigenkapitaleigner nicht von einer Ausschüttung verbleibender Beträge ausgehen. Für die Zwecke einer Einbringung unter Ausgabe eigener Anteile ist damit der Ansatz eines Wertes von EUR 1,20 je Aktie für die gegenwärtigen Aktionäre der Readcrest zumindest nicht nachteilig und somit auch sachgerecht.
- Aus den bestehenden Verlustvorträgen sehen wir keinen wesentlichen Wertbeitrag, da die Readcrest als beabsichtigte Holding-Gesellschaft voraussichtlich ausschließlich steuerfreie Erträge erzielen wird und die Abziehbarkeit der Verlustvorträge aufgrund der geplanten Strukturmaßnahme ungewiss ist.

APPENDIX

- 1 Allgemeine Bewertungsgrundsätze und -methoden
- 2 Peer Group
- 3 Betafaktor
- 4 DCF-Verfahren
- 5 Organigramm
- 6 Multiplikatorbewertung
- 7 Abkürzungsverzeichnis
- 8 Allgemeine Auftragsbedingungen

A1 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN (1/4)

Die Ableitung einer technischen Wertuntergrenze der TV Midco 2 Gruppe wurde in Anlehnung an die Vorgaben des IDW S 1 durchgeführt. Dabei wurde ein Unternehmenswert auf Basis der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens mittels Ertragswertverfahren abgeleitet. Eine Analyse der materiell internen/externen Plausibilität der Planung gemäß IDW PH 2/2017 wurde auftragsgemäß nicht durchgeführt.

Allgemeine Bewertungsgrundlagen

- Die im Folgenden beschriebenen allgemeinen Bewertungsgrundsätze und -methoden zur Ermittlung des Unternehmenswerts, denen auch die hier dargestellte indikative Unternehmensbewertung folgt, gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und in der Rechtsprechung anerkannt. Sie sind in den Verlautbarungen des IDW zusammengefasst (insbesondere IDW S 1).
- Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich dabei aus dem Nutzen, den das Unternehmen aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
- Gemäß IDW S 1 kann die Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren oder nach dem DCF-Verfahren erfolgen. Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei konsistenter Prämissensetzung zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren. Im vorliegenden Falle wird das Ertragswertverfahren angewendet, welches ein im Rahmen deutscher Bewertungen gängiges Bewertungsverfahren darstellt. Nachrichtlich haben wir den Unternehmenswert nach dem DCF-Verfahren im Anhang A4 dargestellt.
- Die Ableitung einer technischen Wertuntergrenze der TV Midco 2 Gruppe nach dem Ertragswertverfahren erfolgte auf Basis der von der Towerview zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung.
- Bewertungsstichtag der in diesem Bericht dargestellten indikativen Unternehmensbewertung ist der 1. Juni 2025.

Ertragswertverfahren

- Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Wert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zusammen. Gegenstand der Wertermittlung des betriebsnotwendigen Vermögens ist zunächst die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse.

Ertragswertverfahren (Fortsetzung)

- Bewertungsrelevant sind ausschließlich den Anteilseignern zufließende Nettozahlungsströme. Bei der Ermittlung der Nettozahlungsströme an die Unternehmenseigner sind die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft, Thesaurierungen und deren Verwendung sowie (aktienrechtliche) Ausschüttungsrestriktionen zu beachten. Außerdem sind die Ausschüttungen mit der geplanten Liquiditäts- bzw. Finanzierungsentwicklung abzugleichen. Eine Vollausschüttung kann nur unterstellt werden, wenn dies in der Unternehmensplanung ausreichend dokumentiert und es rechtlich und liquiditätsseitig möglich ist.
- Die zur Ermittlung des Unternehmenswerts zu diskontierenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aufgrund des Anspruchs der Unternehmenseigner auf Ausschüttung der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse abzüglich der zu erbringenden Einlagen.
- Als sachgerechte Methode findet hierbei die sogenannte Phasenmethode Anwendung, die eine dauerhafte Fortführung des Geschäftsbetriebs unterstellt. Sie ist dadurch gekennzeichnet, dass in der ersten Phase (Detailplanungszeitraum) finanzielle Überschüsse mit Einzelansätzen detailliert geplant werden.
- Für die zweite Phase (Zeitraum der ewigen Rente) wird ein als nachhaltig und durchschnittlich zu erwartendes Niveau künftiger finanzieller Überschüsse berücksichtigt.
- Die für die Ableitung des Unternehmenswerts verwendete Prognose basiert auf der Unternehmensplanung für die GJ 2025 bis 2027 (Detailplanungszeitraum). Die zweite Phase beginnt ab dem GJ 2028 (Zeitraum der ewigen Rente).
- Auf Basis der Unternehmensplanung werden die künftigen, dem Unternehmen entziehbaren Überschüsse, die den Unternehmenseigner zur Verfügung stehen, abgeleitet. Dabei werden die für den Detailplanungszeitraum prognostizierten Jahresüberschüsse in die zu diskontierenden Nettoausschüttungen übergeleitet.
- Die Nettoausschüttungen werden anhand der Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag zum Wert des Eigenkapitals (Equity Value) diskontiert. Der Wert des Eigenkapitals (Equity Value) resultiert bereits ohne Nettofinanzverschuldung (Net Debt) bzw. ohne Nettofinanzvermögen (Net Cash).

Für die Readcrest war mangels eines operativen Geschäfts nur eine Bewertung auf Basis des Substanzwertes angemessen.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

- Im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts nicht abgebildete Sachverhalte sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Unternehmenswert hinzuzurechnen bzw. davon zu subtrahieren. Hierzu zählen insbesondere Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionelle Abgrenzung).
- Das nicht betriebsnotwendige Vermögen bzw. die nicht betriebsnotwendigen Schulden sind gemäß IDW S 1 dabei mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie unter Berücksichtigung der steuerlichen Folgen auf Ebene des Unternehmens und der Anteilseigner anzusetzen. Die Summe der Werte des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt den Unternehmenswert.
- Nach Aussagen des Managements der TV Midco 2 Gruppe liegt zum Bewertungsstichtag kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen vor.

Vergleichende Marktbewertungen mittels Multiplikatoren

- Als Alternative zur Fundamentalbewertung nach dem Ertragswertverfahren können im Einklang mit IDW S 1 kapitalmarktorientierte Bewertungsmethoden wie beispielsweise die sogenannten Multiplikator-Verfahren zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden. Dabei werden wertbildende Ertragskennzahlen von Vergleichsunternehmen in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so abgeleiteten Multiplikatoren auf die entsprechende Ertragskennzahl des zu bewertenden Unternehmens bezogen.
- Die Marktpreise können dabei aus der Marktkapitalisierung börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet werden (Börsenmultiplikatoren) oder aus Preisen, die bei M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen beobachtet wurden (Transaktionsmultiplikatoren).
- Zur Plausibilisierung des Ertragswerts haben wir Wertbandbreiten auf Basis von Börsenmultiplikatoren für die Peer Group abgeleitet.

Börsenkurs

- Bei börsennotierten Gesellschaften kann der Unternehmenswert grundsätzlich auch anhand des Börsenkurses und der daraus abgeleiteten Marktkapitalisierung bestimmt werden.
- Gewichtige Argumente können jedoch gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann. Sonderfaktoren können die Größe und Enge des Marktes, Zufälligkeiten einzelner Kurse sowie spekulative und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse darstellen.

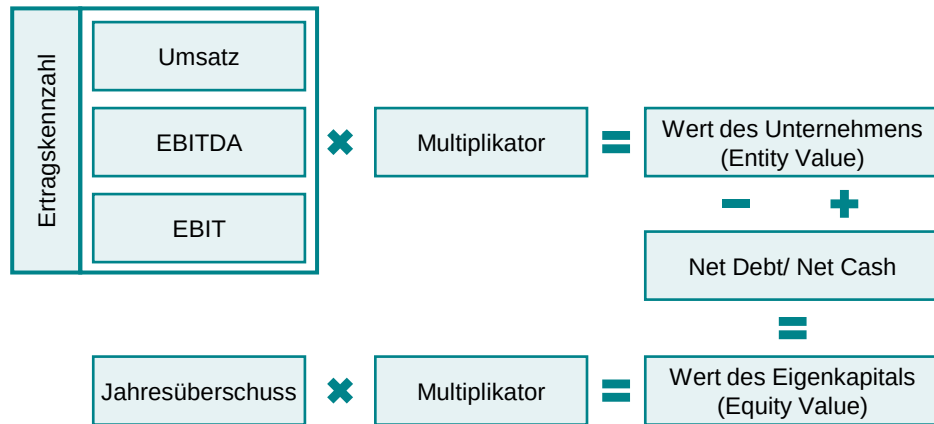
Liquidations- und Substanzwert

- Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert heranzuziehen, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, welche sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigt und der Liquidation keine rechtlichen oder tatsächlichen Umstände entgegenstehen.
- Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter dem Gesichtspunkt der Wiederbeschaffung führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens. Wegen der im Einzelnen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte handelt es sich regelmäßig nur um einen Teilrekonstruktionswert. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen, z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Nachbau des Unternehmens wäre, einen selbstständigen Aussagegewert. Im vorliegenden Fall kommt dem Substanzwert der bei der Bewertung der Readcrest eine Bedeutung zu.

A1 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN (3/4)

Ein marktbasierter Multiplikator wird mit einer Ertragskennzahl des Bewertungsobjekts multipliziert, um den Wert des Unternehmens (Entity Value) des jeweiligen Bewertungsobjekts zu ermitteln. Zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity Value) muss die Nettofinanzverschuldung (Net Debt) abgezogen bzw. das Nettofinanzvermögen (Net Cash) hinzugerechnet werden.

Schematische Darstellung des Multiplikator-Verfahrens



Quelle: Rödl & Partner

- Im Allgemeinen handelt es sich beim Multiplikator-Verfahren um eine einfache Faustregel. Ein marktbasierter Multiplikator wird mit einer Ertragskennzahl des Bewertungsobjekts multipliziert, um den Wert des Unternehmens (Entity Value) des jeweiligen Bewertungsobjekts zu ermitteln.
- Um den Wert des Eigenkapitals (Equity Value) zu ermitteln, muss vom Wert des Unternehmens (Entity Value) die Nettofinanzverschuldung (Net Debt) abgezogen bzw. das Nettofinanzvermögen (Net Cash) hinzugerechnet werden. Sofern in der Ertragskennzahl der Finanzierungsaspekt bereits beinhaltet ist, wird der Wert des Eigenkapitals (Equity Value) direkt ermittelt.
- Mögliche Multiplikatoren für Bewertungszwecke sind:
 - Umsatz (Entity Value): Der Umsatz-Multiplikator hat in der Regel eine hohe Bandbreite, da der Wert eines Unternehmens in erster Linie durch seine Profitabilität und nicht direkt durch seinen Umsatz beeinflusst wird. Aus diesem Grund hat der Umsatz-Multiplikator nur eine begrenzte Aussagekraft, um einen angemessenen Wert zu finden;
 - EBITDA (Entity Value): EBITDA kann als Näherungswert für den operativen Cash Flow betrachtet werden, da keine Abschreibungen und Amortisationen enthalten sind. EBITDA kann außerdem andere nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge enthalten. Jedoch kann EBITDA als Mittelquelle für die Zahlung von Zinsen, Dividenden und Steuern gesehen werden. Da EBITDA vor der Zahlung an die finanziellen Stakeholder des Unternehmens berechnet wird, ist die Verwendung zur Schätzung des Unternehmenswerts angemessen;
 - EBIT (Entity Value): Der EBIT-Multiplikator wird verwendet, wenn weder Abschreibungen noch Amortisationen einen wesentlichen Posten in den Aufwendungen des Unternehmens darstellen;
 - Jahresüberschuss (Equity Value): Der Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikator basiert auf dem Jahresüberschuss. Da dieser häufiger von individuellen Einzeleffekten (Steuer-, Finanz- oder Einmaleffekte) stark beeinflusst wird, wird der Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikator nur selten im Rahmen von Multiplikator-Bewertungen verwendet. Die Verwendung des Jahresüberschusses führt direkt zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity Value).

Ergänzend zur Fundamentalbewertung nach dem Ertragswertverfahren können im Einklang mit IDW S 1 kapitalmarktorientierte Bewertungsmethoden zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden. Wir haben eine Multiplikator-Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren durchgeführt.

Multiplikator-Verfahren

- Ergänzend zur Fundamentalbewertung nach dem Ertragswertverfahren können im Einklang mit IDW S 1 kapitalmarktorientierte Bewertungsmethoden wie beispielsweise die sogenannten Multiplikator-Verfahren zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden. Dabei werden wertbildende Ertragskennzahlen von Vergleichsunternehmen in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so abgeleiteten Multiplikatoren auf die entsprechende Ertragskennzahl des zu bewertenden Unternehmens bezogen.
- Für die Multiplikator-Bewertung können Börsenmultiplikatoren und/ oder Transaktionsmultiplikatoren herangezogen werden. Da die Höhe der Transaktionsmultiplikatoren, welche auf tatsächlich gezahlten Transaktionspreisen für Vergleichsunternehmen basieren, üblicherweise in bedeutendem Umfang von der subjektiven Interessenslage und den Handlungsoptionen der Verhandlungspartner abhängt, ist deren Aussagekraft für die Bestimmung objektiver Unternehmenswerte grundsätzlich eingeschränkt. Sie können beispielsweise in erheblichem Maße durch Synergieeffekte und subjektive Erwartungen beeinflusst sein.
- Während beim Ertragswertverfahren die in der Zukunft erwarteten Nettoausschüttungen explizit in die Berechnung des Werts des Eigenkapitals (Equity Value) eingehen, basieren Börsenmultiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Ertragskennzahl eines in der Zukunft liegenden Basisjahrs. Transaktionsmultiplikatoren werden in der Regel auf Basis von Ertragskennzahlen des letzten oder aktuell laufenden Geschäftsjahrs ermittelt.
- Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Bereits dies setzt für ein zutreffendes Bewertungsergebnis mittels Multiplikator-Verfahren ein hohes Maß an Vergleichbarkeit mit den Unternehmen der Peer Group voraus.
- Trotz des systematischen Auswahlprozesses verbleiben naturgemäß Unterschiede im Leistungsportfolio der Unternehmen der Peer Group und des Bewertungsobjekts. Eine vollständige Vergleichbarkeit ist regelmäßig nicht erreichbar. Mangels vollständiger Vergleichbarkeit kann das Ergebnis der Multiplikator-Bewertung im Normalfall nur eine Bewertungsbandbreite zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts sein.

Multiplikator-Verfahren (Fortsetzung)

- Unter bestimmten Prämissen können investitionstheoretische Bewertungsverfahren und Multiplikatoren ineinander überführt werden. Dabei wird deutlich, dass Unternehmen insbesondere hinsichtlich ihrer Kapitalrenditen, Wachstumserwartungen und Risiken vergleichbar sein müssen, um ein aussagekräftiges Bewertungsergebnis zu erzielen. Daneben dürfen die verwendeten Ertragskennzahlen keine signifikanten Rechnungslegungsunterschiede aufweisen.
- Zur Plausibilisierung der Fundamentalbewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine vergleichende Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren durchgeführt. Gemäß IDW S 1 können solche vereinfachten Preisfindungen einen Anhaltspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen bieten. Sie können jedoch nicht an die Stelle einer fundamentalen Unternehmensbewertung treten.
- Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung können Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren sowie Kurs-Gewinn-Verhältnis-Multiplikatoren zum Einsatz kommen. Wir haben die Plausibilisierung der technischen Wertuntergrenze der TV Midco 2 Gruppe mittels Multiplikator-Verfahren unter Zugrundelegung des EBITDA-Multiplikators durchgeführt.
- Der Unternehmenswert als Basis der Börsenmultiplikatoren wurde aus der Marktkapitalisierung zuzüglich des verzinslichen Fremdkapitals, ausstehender Optionen, Vorzugsanteile und Minderheitsanteile der Vergleichsunternehmen und abzüglich vorhandener Liquidität ermittelt.
- Als Grundlage für die Ableitung der Börsenmultiplikatoren haben wir auf die Konsens-Schätzungen der Ertragskennzahlen von Finanzanalysten für die Vergleichsunternehmen für die GJ 2024 bis 2026 zurückgegriffen. Die Börsenmultiplikatoren wurden über den Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ abgerufen.

A2 PEER GROUP (1/3)

Filter-kriterium	Vorgehen			Verbleibende Anzahl Peers
Industrie	Auswahl (börsennotierter/ operierender) Unternehmen anhand von Industrieklassifizierung		– Health Care Providers and Services	828
Region	Auswahl (börsennotierter/ operierender) Unternehmen anhand von Unternehmenssitz		– Europe	89
Schlagwörter	Auswahl (börsennotierter/ operierender) Unternehmen anhand von Geschäftsbeschreibung		– Elderly Care – Nursing Homes – Home Care – Personal Assistance – Residential Care – Older People	15
Geschäftsmodell/ Detailprüfung	Auswahl (börsennotierter/ operierender) Unternehmen anhand von Analyse des Geschäftsmodells (S&P Capital IQ)			9
	Auswahl (börsennotierter/ operierender) Unternehmen anhand von Detailprüfung der Ergebnisse durch Analyse des jeweiligen Geschäftsmodells (Webseite des Unternehmens)			
Statistik	Überprüfung der statistischen Signifikanz der Betafaktoren		– t-Test (Konfidenzintervall von 5,0%) – Anzahl Datenpunkte (mind. 50/ 90/ 215)	Betawolke
Liquidität	Überprüfung der Liquidität der zugrunde liegenden Aktien		– Free-Float (mind. 20,0%) – Bid-Ask-Spread (max. 1,5%)	Betawolke

A2 PEER GROUP (2/3)

	Unternehmen	Geschäftsmodell	Informationen	Finanzdaten	
Ambea AB	 	Ambea AB provides elderly care, disability care, and psychosocial support for the elderly and people with disabilities primarily in Sweden, Norway, and Denmark. The company offers social care services for young people with neuropsychiatric disorders; nursing homes and home care services for elderly people; residential care, home care, nursing homes and elderly care.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Nordics Webseite: www.ambea.se	Umsatz 2023 (12/2023) MEUR 1.176,6 (5,4% Wachstum)	EBITDA 2023 (12/2023) MEUR 103,2 (8,8% Marge)
Attendo AB	 	Attendo AB provides health and care services in Scandinavia and Finland. The company offers nursing homes for people with dementia or physical care requirements; home care services, health care services for older people; short term accommodation; homes and other care services for people with impairments; crisis and emergency accommodation, HVB-homes, an addiction care.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Nordics Webseite: www.attendo.com	Umsatz 2023 (12/2023) MEUR 1.528,0 (19,3% Wachstum)	EBITDA 2023 (12/2023) MEUR 136,1 (8,9% Marge)
Clariane SE	 	Clariane SE provides care home, healthcare facilities and services in Europe. The company operates long-term care and short stays nursing homes. It provides diagnosis outpatient programs; healthcare services, and all day hospitalisation; operates rehabilitation care facilities, mental healthcare clinics, hospital home care networks, and home community nursing facilities.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Europe Webseite: www.clariane.com	Umsatz 2023 (12/2023) MEUR 4.995,6 (12,6% Wachstum)	EBITDA 2023 (12/2023) MEUR 536,7 (10,7% Marge)
Emeis Société anonyme	 	emeis Société anonyme operates nursing homes, assisted-living facilities, hospitals. Its nursing home facilities provide personalized support services, logistical and residential services. The company's hospitals offer services for geriatrics, cardiovascular, hematology, and oncology conditions, and patients in a persistent vegetative state or in a minimally conscious state.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Europe Webseite: www.emeis.com	Umsatz 2023 (12/2023) MEUR 5.197,8 (11,0% Wachstum)	EBITDA 2023 (12/2023) MEUR 390,5 (7,5% Marge)
Humana AB	 	Humana AB (publ) provides individual and family care services for children and adults. The company provides care and treatment for psychosocial disorders, mental illness, and functional impairment; residential care homes; family care services; short-term and special service housing.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Nordics Webseite: www.humana.se	Umsatz 2023 (12/2023) MEUR 9.649 (4,8% Wachstum)	EBITDA 2023 (12/2023) MEUR 457,0 (4,7% Marge)
LNA Santé SA	 	LNA Santé SA engages in the management and operation of health establishments. The company operates retirement homes, medical and rehabilitation care, home hospital, surgery, mental health clinic, and health center.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Europe Webseite: www.lna-sante.com	Umsatz 2023 (12/2023) MEUR 736,1 (1,1% Wachstum)	EBITDA 2023 (12/2023) MEUR 83,8 (11,4% Marge)

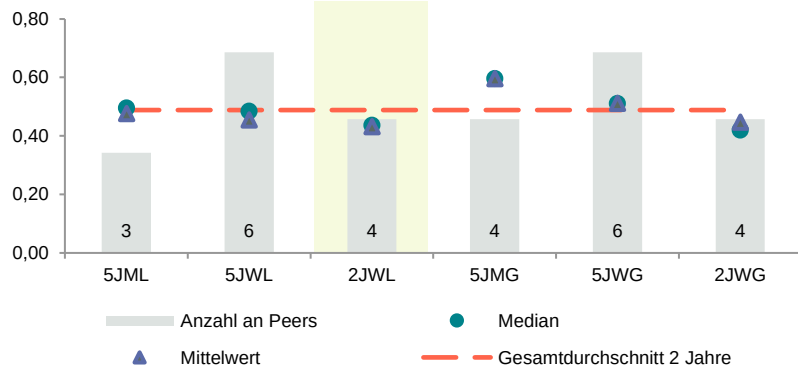
A2 PEER GROUP (3/3)

	Unternehmen	Geschäftsmodell	Informationen	Finanzdaten
Maternus-Kliniken AG		Maternus-Kliniken Aktiengesellschaft operates retirement and nursing homes, rehabilitation clinics, and various service companies that operate in the field of geriatric care and rehabilitation medicine. It also provides emergency call, assisted living, rehabilitation, and follow-up treatment services, as well as domestic, inpatient, short term, and disability care services.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Europe Webseite: www.maternus.de	Umsatz 2023 <i>(12/2023)</i> MEUR 102,3 <i>(4,1% Wachstum)</i> EBITDA 2023 <i>(12/2023)</i> MEUR (6,1) <i>((5,9%) Marge)</i>
EuKedos S.p.A.		EuKedos S.p.A. manages nursing homes. The company also offers residential and day care social and health services to self-sufficient and non-self-sufficient elderly people, and disabled adults, as well as people with mild, medium, and severe cognitive decline and patients with psychiatric pathologies.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Europe Webseite: www.eukedos.it	Umsatz 2023 <i>(12/2023)</i> MEUR 49,5 <i>(5,1% Wachstum)</i> EBITDA 2023 <i>(12/2023)</i> MEUR 7,3 <i>(14,9% Marge)</i>
Ramsay Générale de Santé SA		Ramsay Générale de Santé SA operates healthcare facilities. The company operates proximity care centers, and specialized hospitals; provides primary medicine, medical care, rehabilitation care, home care and hospitalization, mental health care, and addiction treatment, elderly, emergency and outpatient services.	Industrie: Health Care Facilities Markt: Europe Webseite: www.ramsaygds.fr	Umsatz 2023 <i>(12/2023)</i> MEUR 4.701,5 <i>(9,3% Wachstum)</i> EBITDA 2023 <i>(12/2023)</i> MEUR 414,3 <i>(8,8% Marge)</i>

A3 BETAFAKTOR (1/2)

Der unverschuldete Betafaktor bewegt sich zwischen 0,42 (Minimum) und 0,60 (Maximum). Die Anzahl an Peers, die nach dem Testen auf statistische Signifikanz und Liquidität verbleiben, variiert basierend auf den ausgewählten Kriterien.

Towerview Gruppe | Unverschuldete Betawolke



Towerview Gruppe | Beta unverschuldet

	Lokale Indizes			Globaler Index		
	5 Jahre		2 Jahre	5 Jahre		2 Jahre
	Monatlich	Wöchentlich	Wöchentlich	Monatlich	Wöchentlich	Wöchentlich
	5JML	5JWL	2JWL	5JMG	5JWG	2JWG
Median	0,49	0,48	0,44	0,60	0,51	0,42
Mittelwert	0,48	0,45	0,43	0,60	0,51	0,45
Gesamtdurchschnitt J.	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Anzahl an Peers	3	6	4	4	6	4

Quelle: S&P Capital IQ; Analyse Rödl & Partner

Unverschuldete Betawolke

- Die unverschuldeten Betafaktoren werden in der Praxis meist auf Basis eines fünfjährigen Betrachtungszeitraums mit einem monatlichen Renditeintervall ermittelt. Zudem kommen als Index sowohl lokale als auch globale Indizes in Frage. Da die resultierenden unverschuldeten Betafaktoren je nach Auswahl dieser Kriterien variieren, haben wir im vorliegenden Fall eine unverschuldete Betawolke ermittelt.
- Die nebenstehende unverschuldete Betawolke zeigt die Sensitivität des unverschuldeten Betafaktors basierend auf der Auswahl von verschiedenen Indizes, Betrachtungszeiträumen sowie Renditeintervallen.
- Der unverschuldete Betafaktor bewegt sich zwischen 0,42 (Minimum) und 0,60 (Maximum). Die Anzahl an Peers, die nach dem Testen auf statistische Signifikanz und Liquidität verbleiben, variieren ebenso basierend auf den ausgewählten Kriterien.
- Vor dem Hintergrund der Ausläufer der Pandemie auf die globalen Finanzmärkte als auch insbesondere auf das Gesundheitssystem erachten wir den Betafaktor im Fünfjahreszeitraum als nicht repräsentativ. Insgesamt betrachtet eignet sich der unverschuldete Betafaktor im Mittelwert von 0,43 basierend auf der Auswahl lokaler Indizes, eines zweijährigen Betrachtungszeitraums und eines wöchentlichen Renditeintervalls (2JWL) aufgrund der Deckungsgleichheit mit dem zweijährigen Gesamtdurchschnitt von 0,43 am besten.
- Wir erachten es als sachgerecht uns in der Auswahl im Wesentlichen auf Betafaktoren mit einem zweijährigen Betrachtungszeitraum zu fokussieren, da die fünfjährigen Betrachtungszeiträume zu stark durch die erhöhte Unsicherheit und Verwerfungen aus der Coronapandemie beeinflusst sind.

A3 BETAFAKTOR (2/2)

Untenstehende Tabelle zeigt den unverschuldeten Betafaktor basierend auf der Auswahl lokaler Indizes, eines zweijährigen Betrachtungszeitraums und eines wöchentlichen Renditeintervalls (2JWL). Der Median (Mittelwert) des unverschuldeten Betafaktors beträgt 0,44 (0,43). Nach dem Testen auf statistische Signifikanz und Liquidität verbleiben 4 Peers.

Readcrest | Beta unlevered

NameRegionIndex			Rohdaten*				Statistische Signifikanz			Liquidität			Final Peer
			Raw Beta	Verschuldungsgrad	Debt Beta	Unlevered Beta	Datenpunkte	Signifikanz t-Test	Ja/ Nein	Bid-Ask-Spread	Free-float	Ja/ Nein	Unlevered Beta
Ambea AB (publ)	Sweden	Sweden OMXS All Share Index	0,71	193%	0,36	0,48	104	ja	ja	0,2%	88,0%	ja	0,48
Attendo AB (publ)	Sweden	Sweden OMXS All Share Index	0,39	234%	0,36	0,37	104	ja	ja	0,3%	55,9%	ja	0,37
Clariane SE	France	France Sbf 250	1,98	1560%	0,36	0,46	104	ja	ja	0,3%	54,6%	ja	0,46
emeis Société anonyme	France	France Sbf 250	1,04	964%	0,37	0,43	104	nein	nein	0,9%	59,2%	ja	
Humana AB (publ)	Sweden	Sweden OMXS All Share Index	0,16	310%	0,16	0,16	104	nein	nein	0,5%	53,9%	ja	
LNA Santé SA	France	France Sbf 250	0,57	324%	0,36	0,41	104	ja	ja	1,0%	59,2%	ja	0,41
Maternus-Kliniken Aktiengesellschaft	Germany	CDAX Index (Total Return)	0,57	274%	0,57	0,57	104	nein	nein	7,1%	18,2%	nein	
EuKedos S.p.A.	Italy	FTSE MIB INDEX	0,11	507%	0,11	0,11	104	nein	nein	4,6%	10,0%	nein	
Ramsay Générale de Santé SA	France	France Sbf 250	0,10	209%	0,10	0,10	104	nein	nein	0,9%	0,8%	nein	
Median**			274%										0,44
Mittelwert**			327%										0,43

* Stichtag: 01.06.2025; Betrachtungszeitraum: 2 Jahre; Renditeintervall: Weekly | Filterkriterien: Datenpunkte: mindestens 90, Bid-Ask-Spread: maximal 2%, Free-float: mindestens 20%.

** Basierend auf finaler Peergroup unter Beachtung statistischer Signifikanz und Liquidität.

Quelle: S&P Capital IQ.

A4 DCF-VERFAHREN

TV Midco 2 Gruppe | Discounted Cashflow

	2025	2026	2027	TV
in TGBP	Plan	Plan	Plan	

I. Ableitung Free Cash Flow to Firm

EBITDA	13.852	14.084	14.589	14.735
Abschreibungen	-2.413	-2.499	-2.610	-2.636
EBIT	11.439	11.585	11.979	12.099
Ertragsteuersatz	62,0%	57,1%	51,2%	50,0%
Ertragsteuern (fiktiv)	-7.088	-6.619	-6.135	-6.055
Net Operating Profit Less Adjusted Taxed (NOPLAT)	4.351	4.966	5.844	6.044
Abschreibungen	2.413	2.499	2.610	2.636
Investitionen	-901	-765	-1.093	-2.636
Inflationsbedingte Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-13
Δ Working Capital	-910	-196	-384	-6
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	4.954	6.505	6.977	6.025

II. Ableitung des Werts des Eigenkapitals

Free Cash Flow to Firm (FCFF)	4.954	6.505	6.977	6.025
WACC nach Wachstumsabschlag	5,3%	5,8%	6,4%	6,2%
Barwertfaktor	0,95	0,90	0,84	13,59
Barwert FCFF p.a.	4.705	5.842	5.889	81.874
Entity Value	98.310			
Nettofinanzverbindlichkeiten	67.564			
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2024	30.745			
Aufzinsungsfaktor	1,03			
Wert des Eigenkapitals zum 1.6.2025	31.548			

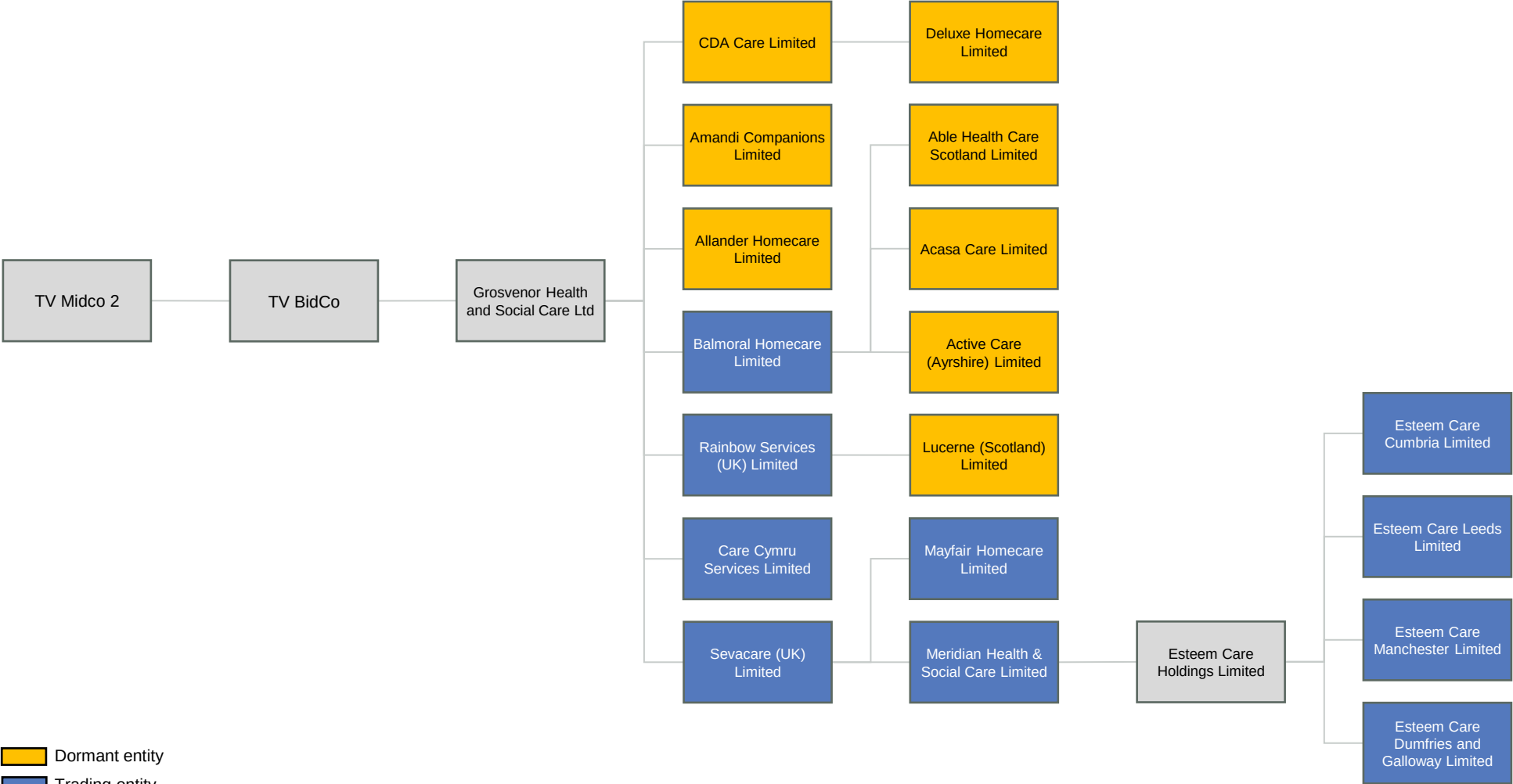
Quelle: Analyse Rödl & Partner

Hinweis zum Discounted-Cash-Flow-Verfahren

Unternehmenswerte können nach dem Ertragswert- oder dem Discounted-Cash-Flow-Verfahren ermittelt werden. Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei konsistenter Prämissensetzung zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.

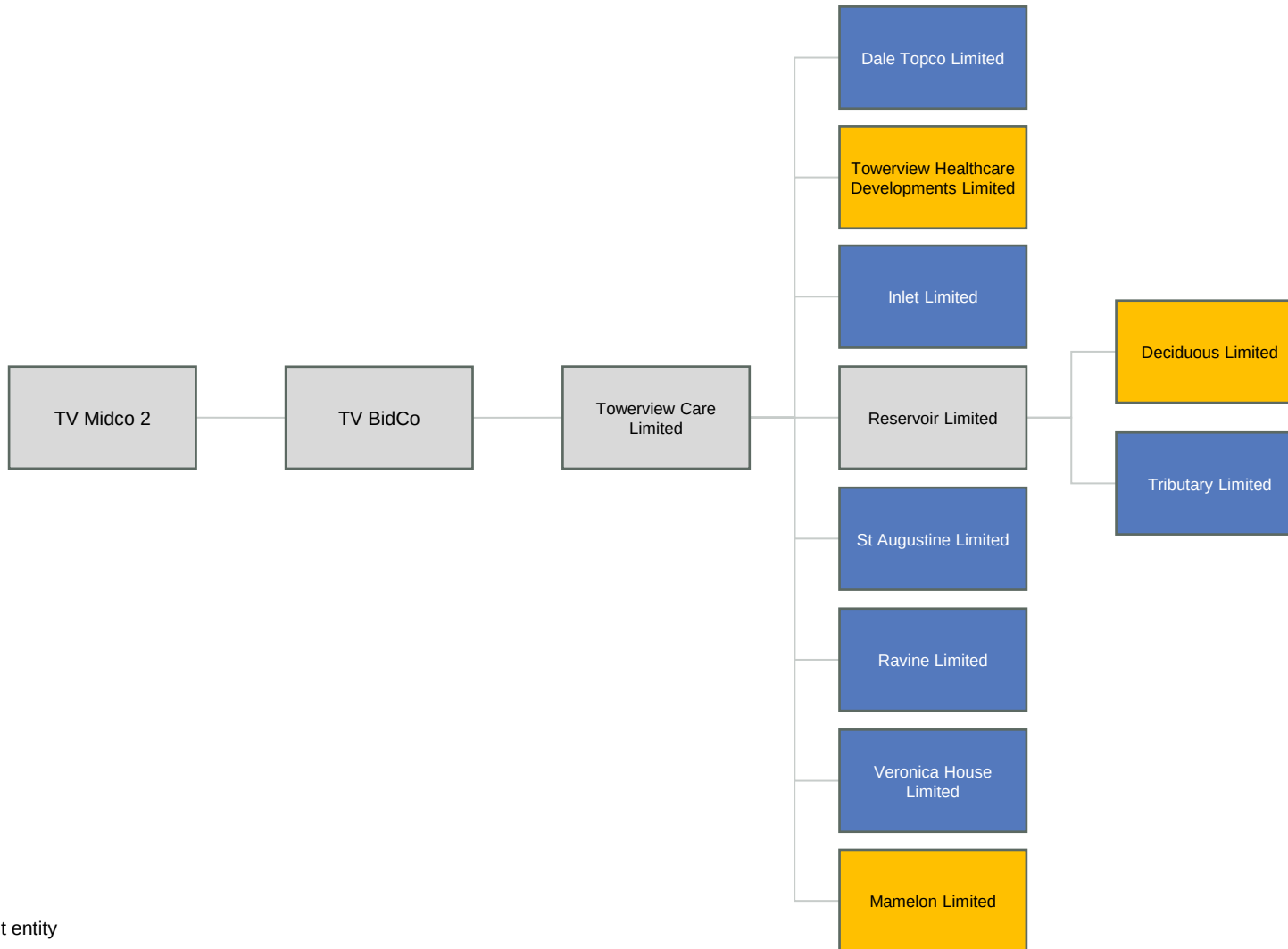
Aufgrund einer einfacheren Verständlichkeit haben wir das Ertragswertverfahren als primäres Bewertungsverfahren im Bericht dargestellt (siehe hierzu Kapitel 3.5). Nebenstehendes Discounted-Cash-Flow-Verfahren dient lediglich zu Informationszwecken.

A5 ORGANIGRAMM - GHSC GRUPPE



Quelle: Managementinformationen; Rödl & Partner Analyse

A5 ORGANIGRAMM - TVC GRUPPE



A6 MULTIPLIKATORBEWERTUNG

TV Midco 2 Gruppe | Börsenmultiplikatoren

#	Unternehmen	Währung	Equity Value	Net Debt/ Net Cash	Entity Value	EBITDA			EBITDA-Multiplikatoren		
						2024	2025	2026	2024	2025	2026
1	Ambea AB (publ)	SEK	8.785	11.177	19.962	1.428	2.871	3.048	14,0	7,0	6,6
2	Attendo AB (publ)	SEK	8.660	16.195	24.855	1.736	3.733	3.895	14,3	6,7	6,4
3	Clariane SE	EUR	1.673	7.543	9.216	632	1.139	1.239	14,6	8,1	7,4
4	emeis Société anonyme	EUR	1.638	8.411	10.048	81	804	927	n.a.*	12,5	10,8
5	Humana AB (publ)	SEK	1.921	4.425	6.346	583	1.176	1.261	10,9	5,4	5,0
6	LNA Santé SA	EUR	256	813	1.069	154	163	177	6,9	6,6	6,0
7	Maternus-Kliniken Aktiengesellschaft	EUR	34	124	159	-	-	-	n.a.*	n.a.*	n.a.*
8	EuKedos S.p.A.	EUR	18	122	140	8	-	-	n.a.*	n.a.*	n.a.*
9	Ramsay Générale de Santé SA	EUR	1.224	3.871	5.095	357	-	-	n.a.*	n.a.*	n.a.*
Multiplikator (1. Quartil)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,9	6,6	6,1
Multiplikator (Median)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,0	6,8	6,5
Multiplikator (3. Quartil)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,3	7,8	7,2
Bezugsgröße TV Midco 2 Gruppe			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16.128	13.852	14.084
Entity Value (1. Quartil)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	175.564	91.381	86.355
Entity Value (Median)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	225.453	94.269	91.060
Entity Value (3. Quartil)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	230.912	108.136	101.633
Net Debt/ Net Cash TV Midco 2 Gruppe			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	67.564	67.564	67.564
Equity Value (1. Quartil)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	108.000	23.817	18.790
Equity Value (Median)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	157.889	26.704	23.495
Equity Value (3. Quartil)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	163.347	40.572	34.068

* Bereinigt, da Ausreißer/ Nicht-Verfügbarkeit.

Quelle: S&P Capital IQ; Analyse Rödl & Partner.

A8 ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS (1/2)

Gesellschaften

GHSC	Grosvenor Health and Social Care Ltd
Obotritia	Obotritia Capital KGaA
Readcrest Capital	Readcrest Capital AG
Rödl & Partner	Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Towerview	Towerview Healthcare Group Limited
TV	Toverview Care Limited

Abkürzungen

2YWG	2 Jahre wöchentlich global
2YWL	2 Jahre wöchentlich lokal
5YMG	5 Jahre monatlich global
5YML	5 Jahre monatlich lokal
5YWG	5 Jahre wöchentlich global
5YWL	5 Jahre wöchentlich lokal
AB	Aktiengesellschaft in Schweden (Aktiebolag)
AG	Aktiengesellschaft
APV Verfahren	Adjusted Present Value Verfahren
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
d.h.	das heißt
DCF	Discounted-Cash-Flow
DIMAX	Deutscher Immobilienaktienindex
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings before interest and taxation
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation
EBT	Earnings before Taxes
EK	Eigenkapital

EUR
FAUB
FCFF
FK
GBP
ggü.
GJ
GmbH & Co. KGaA

GmbH

i.H.v.
i.V.m.
i.W.
IDW
IMF
inkl.
Ist
Ltd.
LuL
M&A
MEUR
MGBP
MSCI Germany
n.a.
NOPLAT
p.a.
REIT
RX REIT
S.p.A.
SA
SE
SEK
sog.

Euro
Fachausschuss für Unternehmensbewertung
Free Cash Flows to Firm
Fremdkapital
Britische Pfund
gegenüber
Geschäftsjahr
Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie
Kommanditgesellschaft auf Aktien
Gesellschaft mit beschränkter Haftung
in Höhe von
in Verbindung mit
im Wesentlichen
Institut der Wirtschaftsprüfer e.V.
International Monetary Fund
inklusive
berichtet
Limited
Lieferungen und Leistungen
Mergers & Acquisitions
Millionen Euro
Millionen Britische Pfund
Aktienindex von Deutschland von MSCI
nicht verfügbar
Net Operating Profit Less Adjusted Taxed
per annum
Real Estate Investment Trust
RX Real Estate Investment Trust Index
Aktiengesellschaft in Italien (Società per azioni)
Aktiengesellschaft in Frankreich (Société anonyme)
Aktiengesellschaft in Europa (Societas Europaea)
Schwedische Kronen
sogenannt

A8 ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS (2/2)

SONIA	Sterling Overnight Index Average
TEUR	Tausend Euro
TGBP	Tausend Britische Pfund
TV	Terminal Value
u.a.	unter anderem
UK-GAAP	Generally accepted accounting principles in the UK
vgl.	vergleiche
VWAP	Volume-Weighted Average Price
WACC	Weighted Average Cost of Capital
ZPO	Zivilprozessordnung

A9 ALLGEMEINE AUFTRAGSBEDINGUNGEN

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

- (1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer berechtigt sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.
- (2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.
- (3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

- (1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlegung und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.
- (2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

- (1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.
- (2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

- (1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.
- (2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

- (1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten, ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlags, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.
- (2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.
- (3) Offensbare Unrichtigkeiten, wie z. B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

- (1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.
- (2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

- (1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.
- (2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

- (3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.
- (4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerlage beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.
- (5) Ein Schadensersatzanspruch entfällt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.
- (6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

- (1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüft und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden. Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.
- (2) Widerrät der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.
- (3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsaufwertigungen. Weitere Aufwertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

- (1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.
- (2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.
- (3) Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in der Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:
 - a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
 - b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
 - c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
 - d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
 - e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.
- (4) Der Wirtschaftsprüfer berechtigt sich bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche verbindliche Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.
- (5) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

- (5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.
- (6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Erbeerblassung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für
 - a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z. B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbssteuer,
 - b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstreitsachen,
 - c) die beratende und gütliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
 - d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.
- (7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

- (1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.
- (2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitbeilegungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherschlichtungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.