
PRÜFUNGSBERICHT GEMÄSS § 293B AKTG

IM ZUSAMMENHANG MIT DEM BEHERRSCHUNGS- UND
GEWINNABFÜHRUNGSVERTRAG ZWISCHEN DER

MATICA TECHNOLOGIES GROUP SA
“Matica Group”

und

DISO VERWALTUNGS AG
“DISO”
(gemeinsam “Gesellschaften”)

AKTENZEICHEN: 31 O 82/23 KFH AKTG

BERICHT ÜBER DIE PRÜFUNG HINSICHTLICH DER
ANGEMESSENHEIT DER ABFINDUNG SOWIE DER
AUSGLEICHSZAHLUNG IN DEM BEHERRSCHUNGS- UND
GEWINNABFÜHRUNGSVERTRAG ZWISCHEN DEN
GESELLSCHAFTEN

14. Dezember 2023



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	1
Abkürzungsverzeichnis	4
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	9
1.1 Auftrag	9
1.2 Auftragsdurchführung	9
1.3 Vorausgegangenes Erwerbsangebot	12
2 Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	13
3 Formelle Prüfung des Beherrschungsvertrags	16
3.1 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften	16
3.2 Beherrschung	16
3.3 Auskunftsrecht	16
3.4 Gewinnabführung	16
3.5 Verlustübernahme	17
3.6 Ausgleich	18
3.7 Abfindung	18
3.8 Wirksamwerden und Vertragsdauer	19
3.9 Fazit	19
4 Materielle Prüfung des Beherrschungsvertrags	20
4.1 Bewertungsobjekt	20
4.1.1 Unternehmenshistorie	20
4.1.2 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	22
4.1.2.1 Rechtliche Verhältnisse	22
4.1.2.2 Steuerliche Verhältnisse	23
4.1.3 Geschäftsmodell und -strategie	24
4.1.4 Markt- und Wettbewerbsumfeld	27
4.1.5 Historische Vermögens- und Ertragslage	34
4.1.6 Historische Vermögenslage	34
4.1.6.1 Aktiva	36
4.1.6.2 Passiva	37
4.1.7 Historische Ertragslage	39
4.1.7.1 Gesamtleistung	39
4.1.7.2 Rohertrag	44
4.1.7.3 EBITDA	45
4.1.7.4 Abschreibungen und Investitionen	47
4.1.7.5 Finanzergebnis	48
4.1.7.6 Steuern	48
4.1.7.7 Jahresüberschuss/-fehlbetrag	48
4.1.8 Bereinigte Ertragslage	49
4.1.9 Zwischenergebnisse	50

4.1.10	Vergleichbare Unternehmen.....	51
4.1.10.1	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group	51
4.1.10.2	Peer Group-Übersicht	53
4.2	Prüfung der Angemessenheit der Abfindung.....	55
4.2.1	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG	55
4.2.2	Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung.....	55
4.2.2.1	Anwendbarkeit von Börsenkursen.....	55
4.2.2.2	Anwendbarkeit des Ertragswertverfahrens	56
4.2.2.3	Anwendbarkeit des vergleichsorientierten Multiplikator-Bewertungsverfahrens	58
4.2.2.4	Anwendbarkeit des Liquidations- und Substanzwertverfahrens	59
4.2.3	Würdigung der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin	60
4.2.4	Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung	61
4.2.5	Analyse der Planungstreue.....	63
4.2.6	Beschreibung der Planungsrechnung.....	65
4.2.6.1	Umsatzerlöse.....	65
4.2.6.2	Rohertrag.....	69
4.2.6.3	EBITDA.....	70
4.2.6.4	Abschreibungen und Investitionen	71
4.2.6.5	Peer Group-Vergleich.....	72
4.2.7	Abschließende Würdigung.....	75
4.2.8	Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens	76
4.2.8.1	Ableitung der Ewigen Rente.....	76
4.2.8.2	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	78
4.2.9	Kapitalisierungszinssatz	80
4.2.9.1	Ableitung des Basiszinssatzes	80
4.2.9.2	Ableitung der Marktrisikoprämie.....	81
4.2.9.3	Ableitung des Betafaktors	84
4.2.9.4	Wachstumsabschlag	91
4.2.10	Ableitung des Ertragswerts.....	93
4.2.11	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte	93
4.2.12	Plausibilisierung anhand vergleichender Multiplikatorenbewertung.....	95
4.2.13	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung.....	98
4.2.14	Angemessenheit der festgelegten Abfindung.....	100
4.2.15	Besondere Schwierigkeiten bei der Prüfung der Bewertung und divergierende Auffassungen	101
4.2.15.1	Besondere Schwierigkeiten.....	101
4.2.15.2	Divergierende Auffassungen	101
4.3	Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung	102
4.3.1	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG	102
4.3.2	Überprüfung der Ermittlung des Verrentungszinssatzes	102

4.3.3 Überprüfung der Ermittlung des festen Ausgleichs	104
4.3.4 Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung	104
5 Abschliessende Erklärung	105
Anhangsverzeichnis	106
Anlagenverzeichnis	121

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
A&M	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
Abfindung	Verpflichtung, gemäß § 305 AktG, der Matica Group, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der DISO dessen DISO-Aktien gegen eine im Beherrschungsvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AIT	Asset Intelligence & Tracking
AktG	Aktiengesetz
AngVO	Angebotsverordnung
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
Ausgleich(-szahlung)	Verpflichtung, gemäß § 304 AktG, der Matica Group, den außenstehenden DISO-Aktionären einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil zu garantieren
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask Spread
Beherrschungsvertrag	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Matica Technologies Group SA und der DISO Verwaltungs AG
Bewertungsgutachterin; PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BHD	Berhad
Bio.	Millionen
Bruttoausgleichszahlung	Ausgleichszahlung vor Abzug der Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag
Bspw.	Beispielsweise
BV	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
BVerfG	Bundesverfassungsgerichts
bzw.	Beziehungsweise
ca.	Circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
Co., Ltd.	Company, Limited
Corp.	Corporation
COVID-19	Coronavirus Disease 2019
CSI 300	China Securities Index 300

Abkürzung	Definition
DCF	Discounted Cashflow
DISO	DISO Verwaltungs AG, Esslingen
DoD	Drop-on-Demand
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
EC-Karte	Electronic-Cash-Karte
e-ID	Elektronische Identifikation
EMV	Europay International SA, Mastercard Incorporated und VISA Inc.
ERP	Enterprise Resource Planning
etc.	Et Cetera
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
EVM	Enterprise Visibility & Mobile
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	Fortfolgend
FTSE	Financial Times Stock Exchange
FZCO	Free Zone Company
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (Allgemein anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze)
ggf.	Gegebenenfalls
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Hochrechnung
HSM	Hardware Security Module
HTTPS	Hypertext Transfer Protocol Secure
i.d.F.	In der Fassung
i.d.R.	In der Regel
i.H	In Höhe
i.H.v.	In Höhe von
i.S.	Im Sinne
i.S.v.	Im Sinne von

Abkürzung	Definition
i.V.m.	In Verbindung mit
i.W.	Im Wesentlichen
ID	Identifikation
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	International Financial Reporting Standards
Immat. VW	Immaterielle Vermögenswerte
Inc.	Incorporated
inkl.	Inklusive
IPO	Initial Public Offering
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Information Technology
KfH	Kammer für Handelssachen
KRW	Südkoreanischer Won
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company
lt.	Laut
Ltd.	Limited
LTM	Last Twelve Months
Lupp + Partner	Lupp + Partner Partnerschaft von Rechtsanwälten, Steuerberater und Solicitor mbB
M&A	Mergers & Acquisitions
Matica Group	Matica Technologies Group SA, Lugano, Schweiz
MEZ	Mitteuropäische Zeit
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MYR	Malaysischer Ringgit
n/a	Nicht anwendbar
Nettoausgleichszahlung	Ausgleichszahlung nach Abzug der Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag
NFC	Near Field Communication
Nr.	Nummer
o.D.	Ohne Datumsangabe
o.g.	Oben genannt
OEM	Original Equipment Manufacturer

Abkürzung	Definition
OLG	Oberlandesgericht
OPEX	Operating Expenses
P2P	Person-to-Person
PC	Personal Computer
Peer Group	Gruppe von Unternehmen, die zu den Bewertungsobjekten vergleichbar sind
pers.	persönlichen
POS	Physical-Point-of-Sale
pp	Prozentpunkte
rd.	Rund
RFID	Radio-Frequency Identification
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S&P	Standard and Poor's
S.	Seite
S.p.A.	Società per azioni
S.r.l.	Società a responsabilità limitata
SA	Société Anonyme
sog.	Sogenannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
SSL	Secure Sockets Layer
TCF	Total Cash Flow
TEUR	Tausend Euro
Tsd.	Tausend
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	Unter anderem
unlev.	Unlevered
USD	US Dollar
v.	Vor
vgl.	Vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
Wendelstein	Wendelstein Rechtsanwälte PartGmbB
WKN	Wertpapier-Kennnummer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	Zum Beispiel
z.T.	Zum Teil

Abkürzung	Definition
Ziff.	Ziffer
zzgl.	Zuzüglich

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

- 1 Die Matica Technologies Group SA, Lugano, Schweiz¹ („Matica Group“) als herrschendes Unternehmen und die DISO Verwaltungs AG, Esslingen („DISO“ bzw. „Gesellschaft“, zusammen mit ihren mittelbar und unmittelbar gehaltenen Tochtergesellschaften auch „DISO Gruppe“) als beherrschtes Unternehmen beabsichtigen mit Bekanntgabe vom 18. Oktober 2023 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („Beherrschungsvertrag“) i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG abzuschließen. Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der DISO. Der Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung von DISO soll am 26. Januar 2024 gefasst werden. Dieser Tag ist der maßgebliche Bewertungsstichtag.
- 2 Den außenstehenden Aktionären einer beherrschten Aktiengesellschaft ist nach ihrer Wahl eine angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG sowie eine angemessene Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG zu gewähren. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.
- 3 Mit Beschluss vom 14. September 2023 hat uns das Landgericht Stuttgart zur sachverständigen Prüferin des vorgesehenen Beherrschungsvertrags zwischen der Matica Group und der DISO, insbesondere zur Prüfung der Angemessenheit der Abfindung sowie der Ausgleichszahlung, bestellt.
- 4 Abfindung und Ausgleich sind grundsätzlich aus dem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Matica Group und DISO haben die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main („PwC“ oder „Bewertungsgutachterin“) beauftragt, einen objektivierten Unternehmenswert auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zu ermitteln. In diesem Zusammenhang unterstützt PwC die Vorstände der Matica Group und der DISO bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG.
- 5 PwC hat am 13. Dezember 2023 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der DISO Verwaltungs AG“ vorgelegt. Die Vertragsparteien machen sich die Ausführungen von PwC in dem genannten Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der DISO sowie zur angemessenen Abfindung und zum angemessenen Ausgleich inhaltlich vollständig zu eigen.

1.2 Auftragsdurchführung

- 6 Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293b bis 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 14. September 2023 aufgenommen und bis heute, dem 14. Dezember 2023 in unseren Büros in Frankfurt am Main und München sowie aus dem häuslichen Arbeitszimmer durchgeführt.
- 7 Die Prüfung wurde insbesondere von folgenden Mitarbeitern von A&M durchgeführt:
 - WP Dr. Tim Laas;
 - David Makarov, CFA, M.Sc.;
 - Michael Reinertshofer, M.Sc.;
 - Dr. Nina Riabinova;
 - Michael Englert, M.Sc.;
 - Immanuel Haus, M.Sc.; und
 - Alexander Boß, M.Sc.

¹ Ursprünglich hatte die Matica Group ihren Sitz in Zug, Schweiz. Dies ist auch im Bestellungsbeschluss hinterlegt. Im November 2023 hat die Matica Group ihren Sitz jedoch von Zug, Schweiz nach Lugano, Schweiz verlegt.

- 8 Die Bewertungsgutachterin hat uns die zur Durchführung von Bewertung und Prüfung relevanten Dokumente mittels eines gesicherten digitalen Datenraums zur Verfügung gestellt. Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:
- Mit Bescheinigung über prüferische Durchsicht von der Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft versehene Einzelabschlüsse der DISO nach Handelsgesetzbuch für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte der DISO nach International Financial Reporting Standards (IFRS) und ergänzend nach § 315e Absatz 1 HGB anzuwendenden deutschen gesetzlichen Vorschriften für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
 - Geprüfte Jahresabschlüsse sowie Konzernabschlüsse der Matica Fintec nach IFRS für die Geschäftsjahre 2021 und 2022;
 - Freiwillig geprüfter Konzernzwischenabschluss der Matica Fintec nach IFRS für das erste Halbjahr 2023;
 - Ungeprüfte Gewinn- und Verlustrechnung der DISO Gruppe für das erste Halbjahr 2023 sowie die Konzernbilanz zum 30. Juni 2023;
 - Ungeprüfte Gewinn- und Verlustrechnung für die ersten drei Quartale 2023;
 - Pro-forma Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2021 bis 2022 der DISO ohne die 2021 veräußerten Beteiligungen, sowie die Budgetrechnung der DISO für das GJ 2023 und die Planungsrechnung der DISO für die GJ 2024 bis 2027, bestehend aus der Gewinn- und Verlustrechnung;
 - Handelsregisterauszug der DISO (Stand: 8. September 2023);
 - Handelsregisterauszug der Matica Fintec (Stand: 10. Juli 2023);
 - Satzung der DISO vom 30. August 2022;
 - Satzung der Matica Fintec vom 29. Juni 2023;
 - Weitere bewertungsrelevante Unterlagen, Informationen und Protokolle der Hauptversammlungen, Vorstands- sowie Aufsichtsratssitzungen für die Jahre 2021, 2022 sowie 2023 der DISO und Matica Fintec;
 - „Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Verkaufspreises („Transaktionspreises“) im Rahmen der am 05. März 2021 beschlossenen Veräußerung einzelner Vermögenswerte und Schulden sowie ausgewählter Beteiligungen an ausländischen Tochtergesellschaften der Matica Technologies AG, München“ von PwC vom 18. Februar 2022;
 - „Determination of the Fair Market Value of Equity of Matica Technologies AG and its Subsidiaries as of December 31, 2020“ von Duff & Phelps vom 4. März 2021;
 - Finale Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der DISO Verwaltungs AG, Esslingen am Neckar, zum Bewertungsstichtag 26. Januar 2024 vom 13. Dezember 2023;
 - Finaler Entwurf des Berichts des Vorstands der DISO Verwaltungs AG vom 14. Dezember 2023;
 - Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.
- 9 Uns wurden alle angefragten Informationen zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Marktstudien und Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns insbesondere auf die von den Finanzinformationsdienstleistern S&P Global Market Intelligence (vormals S&P Capital IQ) und Bloomberg gelieferten Daten gestützt.
- 10 Beherrschungsvertrag, Bericht des Vorstands der DISO Verwaltungs AG und Bewertungsgutachten haben uns vor ihrer Fertigstellung jeweils bereits in (finaler)

Entwurfsform vorgelegen. Das Bewertungsgutachten haben wir auch in unterzeichneter Form erhalten.

- 11 Die Vorstände der Matica Group und der DISO haben uns mit Datum vom 14. Dezember 2023 jeweils eine Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Vertrags von Bedeutung sind, nach ihrer Kenntnis im Wesentlichen vollständig und richtig erteilt worden sind.
- 12 Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch PwC im Sinne einer Parallelprüfung aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt. Sie ist begründet durch die Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zudem haben wir uns fortlaufend bilateral mit der Bewertungsgutachterin über den Fortschritt der Bewertungsarbeiten ausgetauscht und etwaige Unklarheiten erörtert.
- 13 Neben Gesprächen mit der Bewertungsgutachterin haben außerdem Gespräche mit dem Management der DISO und der Matica als auch mit den Anwaltskanzleien Wendelstein Rechtsanwälte PartGmbH (Wendelstein) und Lupp + Partner Partnerschaft von Rechtsanwälten, Steuerberater und Solicitor mbB (Lupp + Partner) stattgefunden. In der folgenden Tabelle sind die wesentlichen Gespräche aufgeführt:

Tabelle 1: Wesentliche Gesprächstermine

Datum	Ort	Inhalt	Teilnehmer
20.09.2023	WebCo	Kick-Off Call	DISO, Matica Group, Wendelstein, Lupp + Partner, Pw C, A&M
29.09.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
05.10.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
12.10.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
18.10.2023	WebCo	Abhängige Verfahren	Wendelstein, Lupp + Partner, Pw C, A&M
18.10.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
19.10.2023	WebCo	Planung Q&A	DISO, Pw C, A&M
26.10.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
02.11.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
09.11.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
20.11.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
23.11.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
30.11.2023	WebCo	Planung Q&A	DISO, Pw C, A&M
04.12.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
06.12.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
07.12.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
08.12.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
12.12.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M
13.12.2023	WebCo	Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin	Pw C, A&M

- 14 Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung von Unterlagen von Matica Group und DISO, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und ergänzend durch die Bewertungsgutachterin erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.
- 15 Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 293e AktG den folgenden Bericht.
- 16 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am heutigen Tag und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung von DISO über den Abschluss des Vertrags wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. der angemessenen Ausgleichszahlung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir am Tag der Hauptversammlung Stichtagserklärungen einholen.
- 17 Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlung von DISO und die Vorlage beim zuständigen Gericht.

- 18 Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.
- 19 Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage A&M-002 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom Mai 2020 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

1.3 Vorausgegangenes Erwerbsangebot²

- 20 Dem Abschluss des Beherrschungsvertrags ist ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot („Erwerbsangebot“) von Matica Group an die Aktionäre von DISO zum Erwerb sämtlicher Aktien von DISO (ISIN DE000A0JELZ5) für eine Gegenleistung von 0,85 Euro je Aktie vorausgegangen. Dies stellt einen Zuschlag von mehr als 112% gegenüber dem Preis, der zum letzten Kurs im Freiverkehr am 12. Juni erzielt werden konnte, dar.
- 21 Die Entscheidung zur Abgabe des Erwerbsangebots wurde am 13. Juni 2023 bekanntgegeben und die entsprechende Angebotsunterlage am 15. Juni 2023 veröffentlicht.
- 22 Die Frist für die Annahme des Erwerbsangebots endete am 14. Juli 2023 um 24:00 Uhr (Mittleuropäische Zeit, „MEZ“). Da der Anwendungsbereich gem. § 1 Abs. 1 WpÜG nicht eröffnet ist, besteht auch keine erweiterte Annahmefrist gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG.

² Vgl. Angebotsunterlage vom 15. Juni 2023 zum freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot von MATICA GROUP an alle Aktionäre von DISO.

2 GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

- 23 Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.
- 24 Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt unserer Prüfung ist, gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, die Angemessenheit der Abfindung nach § 305 AktG sowie die Angemessenheit der Ausgleichszahlung nach § 304 in dem zwischen den Gesellschaften beabsichtigten Beherrschungsvertrag.
- 25 Dementsprechend haben wir zum einen bei dem formellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.
- 26 Zum anderen haben wir bei dem materiellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob die vorgeschlagene Abfindung und der vorgeschlagene Ausgleich als angemessen anzusehen sind. Hinsichtlich der materiellen Prüfung wird gemäß Beschluss des Landgericht Stuttgart vom 14. September 2023 „dem Prüfer aufgegeben, in seinem Prüfungsbericht [...] zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen [...]:
- Im Prüfungsbericht ist darzustellen, an welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit [die] Prüfung erfolgt ist und über welche Qualifikationen die eingesetzten Mitarbeiter verfügen. Sofern eine Parallelprüfung stattfindet, ist der Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht kurz zu erläutern.
 - In welchen wesentlichen Punkten bestanden divergierende Auffassungen des Prüfers zu denen des Erstellers des Berichtes nach § 293a Abs. 1 AktG oder des Bewertungsgutachtens hinsichtlich der dort dargelegten Bewertung? Sofern der Unternehmenswertgutachter sich nicht der Auffassung des Prüfers angeschlossen hat, ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers vorzugswürdig ist.
 - Falls vom Prüfer verlangte Auskünfte oder sonstige Informationen (siehe [Beschluss LG Stuttgart vom 14. September 2023 (Az.: 31 O 82/23 KfH AktG)] Ziff. 2) nicht gewährt worden sind, ist dies im Bericht offen zu legen.
 - Es ist darzulegen, aufgrund welcher Methoden der Unternehmenswert ermittelt wurde und ob die Methoden angemessen sind. Erforderlich ist die Darstellung der Bewertungsverfahren für die Bewertung des betriebsnotwendigen, des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens und ggf. der Sonderwerte.
 - Bei Anwendung eines Ertragswertverfahrens ist aufzuführen, aus welchen Quellen die im Ertragswertverfahren für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes benutzten Parameter (Basiszinssatz, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Beta-Faktor, Zusammensetzung einer Peer-Group u.a.) abgeleitet worden sind, und kurz zu begründen, warum gerade diese Indizes und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind. Es ist darzustellen, ob und wie die anhand von Kapitalmarktdaten abgeleiteten Größen vor dem Hintergrund der spezifischen Situation des Unternehmens einer Plausibilitätskontrolle unterzogen wurden. Soweit auf Empfehlungen des FAUB zurückgegriffen wird, sollte aus dem Prüfungsbericht hervorgehen, inwieweit die Anwendung dieser Empfehlungen in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlich und fachlich anerkannt ist und - soweit dem Prüfer bekannt - inwieweit die angewendeten Empfehlungen auf einer plausiblen Datengrundlage oder wissenschaftlichen Erkenntnisquelle beruhen.
 - Soweit Vergangenheitsergebnisse und bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen.
 - Hinsichtlich der zugrunde gelegten Unternehmensplanungen sind folgende Punkte darzustellen:
 - (1) Basisplanungen:
 - Wer hat die Basisplanungen erstellt?
 - Wann wurden diese aufgestellt?

- Welche Organe haben die Prüfungen gebilligt?
- Wurden die Planungen im Rahmen des unternehmensüblichen Planungs- und Budgetierungsprozesses erstellt oder wurden sie speziell für die vorgenommene Unternehmensbewertung ausgearbeitet?

(2) Modifikationen:

- Wurden Änderungen oder Ergänzungen unternehmensinterner Basisplanungen durch den Bewertungsgutachter (oder den Prüfer) vorgenommen?
- Welche eigenständigen Rechnungen (z.B. Ermittlung der ewigen Rente) oder Sonderwertrechnungen (z.B. Auszahlungsplan für Pensionsverpflichtungen) wurden von ihm ermittelt?

(3) Planungsprämissen:

- Darstellung der wesentlichen wertbeeinflussenden Planungsparameter mit entsprechenden Erläuterungen bzw. Begründungen hinsichtlich deren Auswahl und gegebener Bandbreiten. Insbesondere sind die Prämissen bezüglich der Entwicklung und der Geschäftstätigkeit darzulegen. Die zur Verfügung stehenden Marktprognosen zum Zeitpunkt der Planerstellung sind ebenso aufzuführen, wie die Auswahl der zugrunde gelegten Marktprognosen. Die Ertragsplanung ist hinsichtlich Mengen- und Preisentwicklung getrennt zu beschreiben.
- Erläuterungen von Besonderheiten bei der im Bericht oder Bewertungsgutachten dargelegten Bewertung, z.B.
 - Sonderwerte
 - nicht betriebsnotwendiges Vermögen
 - besondere Unternehmenssituationen.
- Im Rahmen der Überprüfung der Bewertung ist auf etwaige Nachteilsausgleichsansprüche gem. §§ 311 ff., 317 AktG gegen die Mehrheitsaktionärin einzugehen. Anlass zu diesem Hinweis besteht aufgrund des gerichtsbekanntem Umstandes, dass das LG München I durch Beschluss vom 24.11.2022 einen Sonderprüfer bestellt hat, der u.a. den Konditionen der Übertragung des wesentlichen Vermögens und des gesamten operativen Geschäfts auf die Matica SA durch Vertrag vom 05.03.2021 nachzugehen hat; in dem Beschluss hat das LG München I u.a. ausgeführt, dass in Bezug auf die Veräußerung hinreichende Anhaltspunkte für eine für die Erwerber sehr vorteilhafte Veräußerung vorlagen (Beschluss des LG München I vom 24.11.2022, Az.: 17 HK O 3381/22, insbesondere Beschlusstenor Ziff. I. 1. und 2.; gegen den Sonderprüferbestellungsbeschluss des LG München I wurde nach Kenntnis des LG Stuttgart Beschwerde eingelegt). Dies wiederum ist dem LG Stuttgart aus dem hier anhängig gewesenen Verfahren 31 O 145/22 KfH bekannt.
- Im Falle der Ermittlung eines Börsenwertes sind die Datenquellen und die Berechnungsmethodik bei der Ermittlung von durchschnittlichen Börsenkursen zu nennen bzw. darzustellen. Die gehandelten Einzelumsätze mit Angaben zu Datum, Volumen (Stückzahl), Börsenplatz und gehandeltem Kurs sollten sich aus dem Prüfbericht oder einem Anhang dazu ergeben oder bei sehr großem Datenumfang zumindest in elektronischer Form beigefügt werden (vgl. Ziffer 4.). Weicht der Börsenkurs von einem nach anderen Methoden ermittelten Unternehmenswert erheblich ab, sollte sich der Prüfer im Bericht näher mit möglichen Erklärungen der Diskrepanz auseinandersetzen.³

27 Gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Abfindung oder der vorgeschlagene Ausgleich angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,

- nach welchen Methoden Abfindung und Ausgleich ermittelt worden sind;

³ Beschluss LG Stuttgart vom 15.09.2023 (Az.: 31 O 82/23 KfH AktG), S. 3-5.

- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
- welche Abfindung oder welcher Ausgleich sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragschließenden Unternehmen aufgetreten sind.

28 Wir weisen darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte sowie der Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungsschritte sind nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

29 Wir weisen zudem darauf hin, dass wir eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der steuerrechtlichen Auswirkungen, ebenso wenig vorgenommen haben wie eine Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags oder des Vorgehens. Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts sind ebenso nicht Gegenstand unserer Vertragsprüfung.

3 FORMELLE PRÜFUNG DES BEHERRSCHUNGSVERTRAGS

30 Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines Beherrschungsvertrags ergibt sich aus §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Unternehmensvertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleichszahlung und Abfindung.

3.1 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

31 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO genannt⁴ und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern von der Matica Group und DISO.

3.2 Beherrschung

32 DISO unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Matica Group.⁵ Dementsprechend ist die Matica Group berechtigt, dem Vorstand der DISO sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen für die Leitung zu erteilen.⁶

33 Der Vorstand der DISO ist verpflichtet, die Weisungen der Matica Group zu befolgen, soweit dem nicht zwingendes Recht entgegensteht.⁷

34 Der Vertrag regelt, dass Weisungen der Textform bedürfen oder – sofern sie mündlich erteilt werden – unverzüglich in Textform zu bestätigen sind.⁸

35 Entscheidungen über die Fortsetzung, die Änderung oder die Beendigung des Beherrschungsvertrages sind von dem Weisungsrecht der Matica Group ausgenommen.⁹ Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.¹⁰

3.3 Auskunftsrecht

36 Der Matica Group werden Auskunftsrechte gewährt und DISO Auskunftspflichten auferlegt. So ist die Matica Group berechtigt, Bücher und Schriften der DISO einzusehen.¹¹ Ferner ist die DISO verpflichtet, der Matica Group jederzeit alle gewünschten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der DISO zu geben.¹²

37 Nach allgemeiner Ansicht sind Auskunfts- und Einsichtsrechte des herrschenden Unternehmens Bestandteil der aus § 308 Abs. 1 AktG folgenden Konzernleitungsmacht. Die klarstellenden Regelungen des Vertrags sind nicht zu beanstanden.

3.4 Gewinnabführung

38 Während der Dauer des Vertrages ist die DISO verpflichtet, ihre ohne die Gewinnabführung entstehenden Gewinne an die Matica Group abzuführen. Abzuführen ist der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um

- einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr,
- den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzliche Rücklage einzustellen ist, sowie

⁴ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 1.

⁵ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 2.1.

⁶ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 2.1. Vgl. § 308 Abs. 1 AktG.

⁷ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 2.2. Vgl. § 308 Abs. 2 AktG.

⁸ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 2.3. Vgl. § 126b BGB.

⁹ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 2.4.

¹⁰ §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.

¹¹ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 3.1.

¹² Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 2, Tz. 3.2.

- den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.¹³
- 39 Unabhängig vom vorherigen Absatz findet § 301 AktG Anwendung. Sofern handelsrechtlich zulässig, kann die DISO ferner mit Zustimmung der Matica Group Teile des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen einstellen.
- 40 Gewinnrücklagen, die während der Vertragsdauer gebildet wurden, sind auf Verlangen der Matica Group aufzulösen, um Jahresfehlbeträge zu decken, oder Gewinne abzuführen, soweit gemäß § 302 AktG zulässig.¹⁴ Für Gewinnrücklagen, die vor Beginn des Vertrages gebildet wurden, ist dieses Vorgehen im Sinne von § 272 Abs. 2 HGB ausgeschlossen.¹⁵
- 41 Die Verpflichtung der Gewinnabführung entsteht erstmals für den ganzen Gewinn des Geschäftsjahres der DISO, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird. Bei Auflösung des Vertrages ist die Gewinnabführung pro rata temporis geschuldet.¹⁶
- 42 Insofern von der DISO Abschlagszahlungen geleistet werden können, kann die Matica Group vorab eine Abführung der erwarteten Gewinne gemäß § 59 AktG verlangen.¹⁷
- 43 Für die Gewinnabführung ist der Jahresabschluss nach HGB heranzuziehen. Bei der Aufstellung hat die DISO Bilanzierungsrichtlinien und Bilanzanweisungen der Matica Group zu beachten.¹⁸
- 44 Mit diesen Regelungen sind die gesetzlichen Anforderungen im Sinne der §§ 291 Abs. 1 S1. Und § 301 i.V.m. § 300 Nr. AktG erfüllt.

3.5 Verlustübernahme

- 45 Nach § 5 des Vertrages verpflichtet sich die Matica Group, jeden während der Vertragsdauer entstehenden Jahresfehlbetrag der DISO auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass gemäß § 4.3 des Vertrages den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.
- 46 Die Verpflichtung der Verlustübernahme entsteht erstmals für den ganzen Fehlbetrag des Geschäftsjahres der DISO, in dem der Beherrschungsvertrag wirksam wird. Bei Auflösung des Vertrages ist die Gewinnabführung bzw. der Verlustausgleich pro rata temporis geschuldet.¹⁹
- 47 Der Ausgleichsanspruch von DISO wird jeweils am Bilanzstichtag fällig und ist ab diesem Zeitpunkt gemäß §§ 352, 353 HGB zu verzinsen. Die Matica Group ist zur Zahlung einer Abschlagszahlung in Höhe des voraussichtlichen Jahresfehlbetrages und zum unverzüglichen Ausgleich etwaiger Mehrforderungen aufgrund des nach Maßgabe des § 6 des Vertrages festgestellten und, soweit erforderlich, geprüften Jahresabschlusses verpflichtet; etwaige Überzahlungen hat die DISO unverzüglich nach Aufstellung und Prüfung des entsprechenden Jahresabschlusses zurückzuzahlen.
- 48 Für die Gewinnabführung sowie für die Verlustübernahme ist der Jahresabschluss nach HGB heranzuziehen. Bei der Aufstellung hat die DISO Bilanzierungsrichtlinien und Bilanzanweisungen der Matica Group zu beachten.²⁰
- 49 Außerdem ist durch Anknüpfung an die gesetzlichen Bestimmungen in ihrer jeweils geltenden Fassung sichergestellt, dass die Regelungen zur Verlustübernahme zulässig sind.
- 50 Die vorgenannten Regelungen entsprechen vollumfänglich den Anforderungen des § 302 AktG.

¹³ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 3, Tz. 4.1.

¹⁴ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 4, Tz. 4.2.

¹⁵ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 4, Tz. 4.3.

¹⁶ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 4, Tz. 4.4., S. 5 Tz. 5.2.

¹⁷ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 5, Tz. 4.5.

¹⁸ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 6, Tz. 6.2.

¹⁹ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 5 Tz. 5.2.

²⁰ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 6, Tz. 6.2.

3.6 Ausgleich

- 51 Die Matica Group garantiert den Aktionären der DISO als Ausgleich für die Vertragsdauer unabhängig vom Ergebnis der DISO für jedes volle Geschäftsjahr und jede Aktie eine Ausgleichszahlung. Die Ausgleichszahlung beträgt EUR 0,07 abzüglich etwaiger Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz, wobei dieser Abzug nur auf den in dem Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen anteiligen Ausgleich aus mit deutscher Körperschaftssteuer belasteten Gewinnen zu berechnen ist.²¹ Die Ausgleichszahlung ist am ersten Werktag nach der ordentlichen Hauptversammlung der DISO für das abgelaufene Geschäftsjahr fällig.²²
- 52 Nach Abschnitt 7.4 erfolgt die Ausgleichszahlung erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird. Falls der Vertrag während eines Geschäftsjahres endet, ist die Ausgleichszahlung pro rata temporis geschuldet.
- 53 Bei einer Erhöhung des Grundkapitals durch Gesellschaftsmittel vermindert sich die Ausgleichszahlung so, dass der Gesamtbetrag des Ausgleichs unverändert bleibt.²³ Falls das Grundkapital von DISO durch Bareinlage unter Gewährung eines Bezugsrechts an die außenstehenden Aktionäre erhöht wird, gelten die Rechte zum Ausgleich auch für die von den außenstehenden Aktionären aus der Kapitalerhöhung bezogenen Aktien.
- 54 Im Falle eines § 1 Nr. 1 SpruchG-Verfahrens, das rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzt, können außenstehende Aktionäre, auch wenn sie bereits abgefunden wurden, eine entsprechende Ergänzung der Ausgleichszahlung verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich das herrschende Unternehmen in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines § 1 Nr. 1 SpruchG-Verfahrens zu einem höheren Ausgleich verpflichtet.²⁴
- 55 Die Regelungen zur festen Ausgleichszahlung entsprechen der gesetzlichen Regelung in § 304 Abs. 1 S.1 und S.2.

3.7 Abfindung

- 56 Matica Group verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden ausstehenden Aktionärs von DISO dessen DISO-Aktien gegen Zahlung einer einmaligen Abfindung in Höhe von EUR 0,86 für jede DISO-Aktie zu übernehmen.²⁵
- 57 Die Verpflichtung der Matica Group zum Erwerb der DISO-Aktien ist befristet.²⁶ Eine Befristung ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezügliche Regelungen stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.
- 58 Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,²⁷ bestätigt die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur.
- 59 Sollte die Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Abfindung verlangen. Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 Spruchverfahrensgesetz. Ein solcher Ergänzungsspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens.²⁸
- 60 Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt, aber auch nicht erforderlich. Demnach gilt die gesetzliche Regelung des § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG, wonach die Abfindung nach Ablauf des

²¹ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 7, Tz. 7.1.

²² Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 8, Tz. 7.2.

²³ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 8, Tz. 7.4.

²⁴ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 8, Tz. 7.6.

²⁵ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 9, Tz. 8.1.

²⁶ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 9, Tz. 8.2.

²⁷ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 10, Tz. 8.4.

²⁸ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 10, Tz. 8.5.

Tages, an dem der Vertrag wirksam geworden ist, mit jährlich 5%-Punkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist.

3.8 Wirksamwerden und Vertragsdauer

- 61 In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung von DISO.²⁹
- 62 Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes von DISO eingetragen worden ist.³⁰
- 63 Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann mit einer Frist von drei Monaten zum Ablauf eines jeden DISO-Geschäftsjahres gekündigt werden.³¹
- 64 Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund³² sind beachtet worden.³³

3.9 Fazit

- 65 Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass der Beherrschungsvertrag die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebene Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Sonstige Regelungen des Vertrages stehen nicht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben.

²⁹ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 10, Tz. 9.1.

³⁰ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 11, Tz. 9.2.

³¹ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 11, Tz. 9.3.

³² Vgl. § 297 Abs. 1 AktG.

³³ Vgl. Beherrschungsvertrag zwischen Matica Group und DISO, vom 13. Dezember 2023, S. 11, Tz. 9.4.

4 MATERIELLE PRÜFUNG DES BEHERRSCHUNGSVERTRAGS

- 66 Die materielle Prüfung des Beherrschungsvertrags, mithin die Prüfung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich, fußt wesentlich auf der uns durch die Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planung.
- 67 Für Zwecke der Plausibilisierung dieser Planung ist die Analyse des Ist-Zustandes des Bewertungsobjekts unabdingbar. In Abschnitt 4.1 wird die DISO-Gruppe daher zunächst bezogen auf ihr Geschäftsmodell beschrieben und im Hinblick auf den historischen Zeitraum der vergangenen zwei Geschäftsjahre 2021 und 2022 dargestellt und analysiert. Zudem wird das Hochrechnungsjahr 2023 in die Analyse einbezogen.
- 68 Im Anschluss an die Beschreibung und Analyse der Historie der Bewertungsobjekte legen wir in den Abschnitten 0 und 0 unsere Prüfung der Angemessenheit der Abfindung gem. § 305 AktG bzw. der Ausgleichszahlung gem. § 304 AktG dar.

4.1 Bewertungsobjekt

4.1.1 Unternehmenshistorie

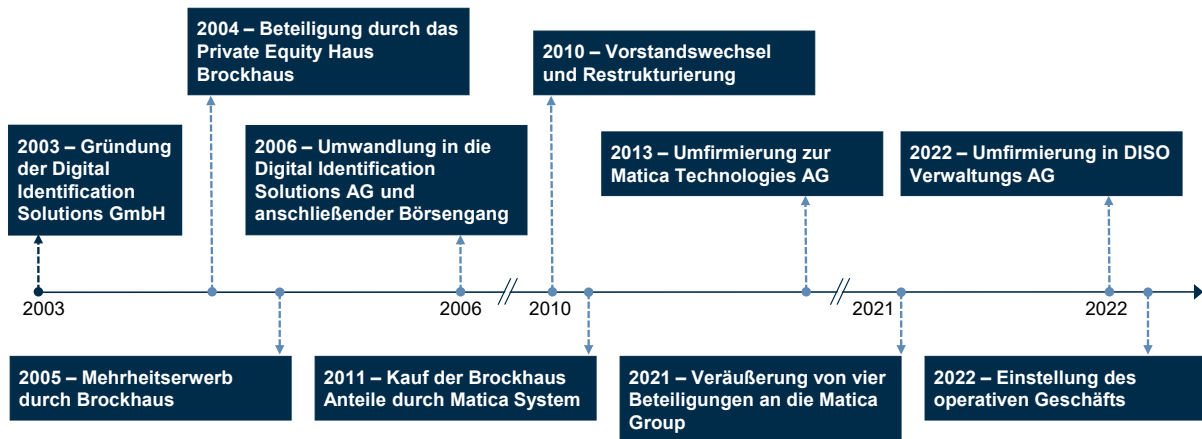
- 69 Die Gesellschaft wurde im Jahr 2002 von ehemaligen Mitarbeitern von Kodak in Stuttgart gegründet und firmierte zunächst unter dem Namen Digital Imaging GmbH. Die Hauptgesellschafterin der Digital Imaging GmbH war ein US-amerikanisches Unternehmen aus der ID-Branche. In den Anfangsjahren erwirtschaftete die Gesellschaft den Großteil ihrer Umsätze mit dem Vertrieb von Kartendruckern aus asiatischer OEM-Produktion sowie dazugehörigem Verbrauchsmaterial. Zudem sicherten Großaufträge aus dem asiatischen Raum (insbesondere ein National-ID Projekt in Indonesien) in der Anlaufphase das Überleben der Gesellschaft. Im Jahr 2003 kam es zu einem Zerwürfnis zwischen der damaligen Hauptgesellschafterin und dem Management der Digital Imaging GmbH, infolgedessen das gesamte Management und alle Mitarbeiter das Unternehmen zum 30. September 2003 verließen.
- 70 Zum 1. Oktober 2003 wurde die Digital Identification Solutions GmbH als Nachfolgegesellschaft gegründet. Die zuvor bestehenden Lieferanten- und Kundenbeziehungen wurden von dieser Gesellschaft weitergeführt. Das Geschäftsmodell der Gesellschaft bestand zu dieser Zeit aus dem Zukauf von OEM-Hardware und Komponenten, die unter der Marke "EdiSecure" am Markt vertrieben wurden.
- 71 Im Jahr 2004 beteiligte sich die Frankfurter Brockhaus Private Equity AG an der Digital Identification Solutions GmbH und baute ihre Beteiligung bis Ende des Jahres 2005 auf einen Mehrheitsanteil von 51% aus. Am 16. Februar 2006 wurde von der Gesellschafterversammlung die Umwandlung der Gesellschaft in eine Aktiengesellschaft beschlossen. Infolgedessen kam es im Jahr 2006 zum Börsengang der Digital Identification Solutions AG („DISO AG“) zum Zwecke der Erhöhung des Grundkapitals. Zu diesem Zeitpunkt besaß die DISO AG Auslandsniederlassungen in den Vereinigten Staaten, China, Singapur und Dubai.
- 72 Infolge des Börsengangs sollte ein einheitliches Softwarepaket zur Steuerung der Hardware der DISO AG sowie ein Datenbanksystem für die Verwaltung der Personendaten entwickelt werden. Zu diesem Zweck erwarb die DISO AG im Jahr 2007 das Softwarehaus vps ID Systeme GmbH. Zudem wurde die globale Präsenz um einen Standort in Mexiko erweitert. Aufgrund von Liquiditätsengpässen und geringer Profitabilität wurde der bisherige Vorstand im Jahr 2010 abgesetzt. Die nachfolgende Restrukturierung der Gesellschaft führte zur Entlassung von 10 Mitarbeitern am Standort Esslingen.
- 73 Im Jahr 2011 verkaufte die Brockhaus Private Equity AG ihre Mehrheitsanteile an der DISO AG an die italienische Matica System S.p.A. („Matica System“). Die Matica System hielt Anteile an der Matica Electronics S.r.l. („Matica Electronics“), die später zur Matica Fintec S.p.A. („Matica Fintec“) wurde. Zum 1. September 2011 löste Sandro Camilleri den Interimsvorstand der DISO AG als Vorstandsvorsitzenden ab.
- 74 Während die DISO AG als Handelsunternehmen im Markt für Personenidentifikation auftrat, entwickelte die Matica System Technik für die Produktion von Zahlungskarten. Das

- Management unternahm im Folgenden diverse Versuche, beide Gesellschaften zusammenzulegen. Die scheiterten jedoch aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Kundenkreise beider Unternehmen.
- 75 In 2011 wurde die Beteiligung an der vps ID Systeme GmbH veräußert. Die Betriebsstätte in Dubai wurde im Jahr 2013 in eine eigenständige Tochtergesellschaft umgewandelt. Im selben Jahr erfolgte zudem die Umfirmierung der DISO AG in die Matica Technologies AG.
- 76 Parallel zum Standort in Esslingen wurde im Jahr 2015 eine Niederlassung in München eröffnet, wo eine Konzernverwaltung mit rund 15 neuen Mitarbeitern aufgebaut wurde. Im September 2015 wurde die Matica System auf die Matica Technologies AG verschmolzen.
- 77 Im Jahr 2019 wurde die Matica System in die Matica Electronics eingebracht, die daraufhin ihren Namen in Matica Fintec änderte.
- 78 Im März 2021 wurden im Zuge einer drohenden Insolvenz der Matica Technologies AG vier Beteiligungen an Konzerngesellschaften an die neue Schweizer Gesellschaft Matica Group veräußert. Durch die Verkaufserlöse konnte eine mögliche Insolvenz abgewendet werden konnte. Zusammen mit den Beteiligungen wurden auch Vermögenswerte und Verbindlichkeiten der Matica Technologies AG an die Matica Group verkauft, sodass der Matica Technologies AG kein eigenes operatives Geschäft verblieb. Die durchschnittlich 35 Mitarbeiter der Gesellschaft verließen das Unternehmen infolgedessen und die Niederlassung in München wurde aufgegeben.
- 79 Aufgrund einer Klage einer ehemaligen leitenden Mitarbeiterin bezüglich der in ihrem Arbeitsvertrag vereinbarten Abfindungsregelungen kam es zu einem Verfahren. Dieses endete in einem Vergleich, der die Gesellschaft zu einer Zahlung von rund EUR 1,2 Mio. verpflichtete. Zeitgleich endete eine Lohnsteueraußenprüfung des Finanzamts München für die Jahre 2015 bis 2019, die zu einer Nachzahlung von rd. EUR 400 Tsd. führte.
- 80 Seit Mai 2022 besteht die Gesellschaft allein aus dem Vorstand, Herrn Ralf Erdhütter, der überwiegend verwaltende Aufgaben wahrnimmt und noch laufende Verfahren der Gesellschaft abarbeitet. Bis zum Sommer 2022 wurden durch die Matica Technologies AG Drucker, die in ihrem Auftrag bei einem Berliner OEM-Fertiger produziert wurden, an die Konzerngesellschaften und verbundenen Unternehmen vertrieben.
- 81 Bedingt durch die COVID-19-Pandemie kam es zur Insolvenz des Berliner Produzenten und somit zum Wegfall der Druckerverkäufe. Die Gesellschaft erwirtschaftet seitdem keine eigenen Umsätze mehr. Ferner wurde der Name der Gesellschaft von Matica Technologies AG in DISO Verwaltungs AG geändert.
- 82 Seit 2021 sind Klagen verschiedener Minderheitsaktionäre gegen die Veräußerung der Beteiligungen im März 2021 sowie gegen diverse Beschlüsse zweier Hauptversammlungen in 2022 anhängig. Von den insgesamt sechs gerichtlichen Verfahren sind mit Stand November 2023 noch vier Verfahren aktiv.
- 83 Am 14. Juli 2022 übernahm die DISO mittelbar über die Matica Fintec die Card Technology Corp samt ihrer hundertprozentigen Tochtergesellschaft NBS Technologies Inc. von der AI Holdings Corporation Group. Die Gegenleistung für diese Akquisition belief sich insgesamt auf etwa EUR 2,6 Mio. Dabei setzte sich der Betrag aus einer Barzahlung von EUR 1,5 Mio. sowie Anteilen an der Matica Fintec im Wert von ca. EUR 1,1 Mio. zusammen. In der Folge hält die Verkäuferin einen Anteil von ca. 5% an der Matica Fintec. Hintergrund der Transaktion war vor allem die strategische Erweiterung des Produktportfolios um Software-Lösungen. Zum 1. Januar 2023 wurden die Card Technology Corp und die NBS Technologies Inc. zu einem einzigen Unternehmen mit dem Namen UbiQ Software Inc. verschmolzen.
- 84 Zum 1. Februar 2023 veräußerte die DISO insgesamt 994.323 ihrer Anteile an der Matica Fintec an die Matica Group zu einen Preis von insgesamt EUR 1,7 Mio. Mit dem Verkaufserlös wurden der beschriebene arbeitsrechtliche Vergleich sowie die Nachzahlungsforderungen des Finanzamts München aus der Lohnsteueraußenprüfung beglichen. Infolge der Veräußerung der Anteile sank die Beteiligung der DISO an der Matica Fintec von ca. 59% auf 50,01%. Die direkte Beteiligung der Matica Group an der Matica Fintec beträgt seitdem ca. 9%.

85 Am 15. Juni 2023 unterbreitete die Matica Group den Aktionären der DISO ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot gegen eine Geldleistung in bar in Höhe von EUR 0,85 je Aktie. Die Angebotsfrist erstreckte sich vom 16. Juni 2023 bis zum 14. Juli 2023.

86 Nachfolgende Abbildung fasst die wesentlichen Meilensteine der Unternehmensgeschichte der DISO zusammen.

Abbildung 1: Zeitstrahl



Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

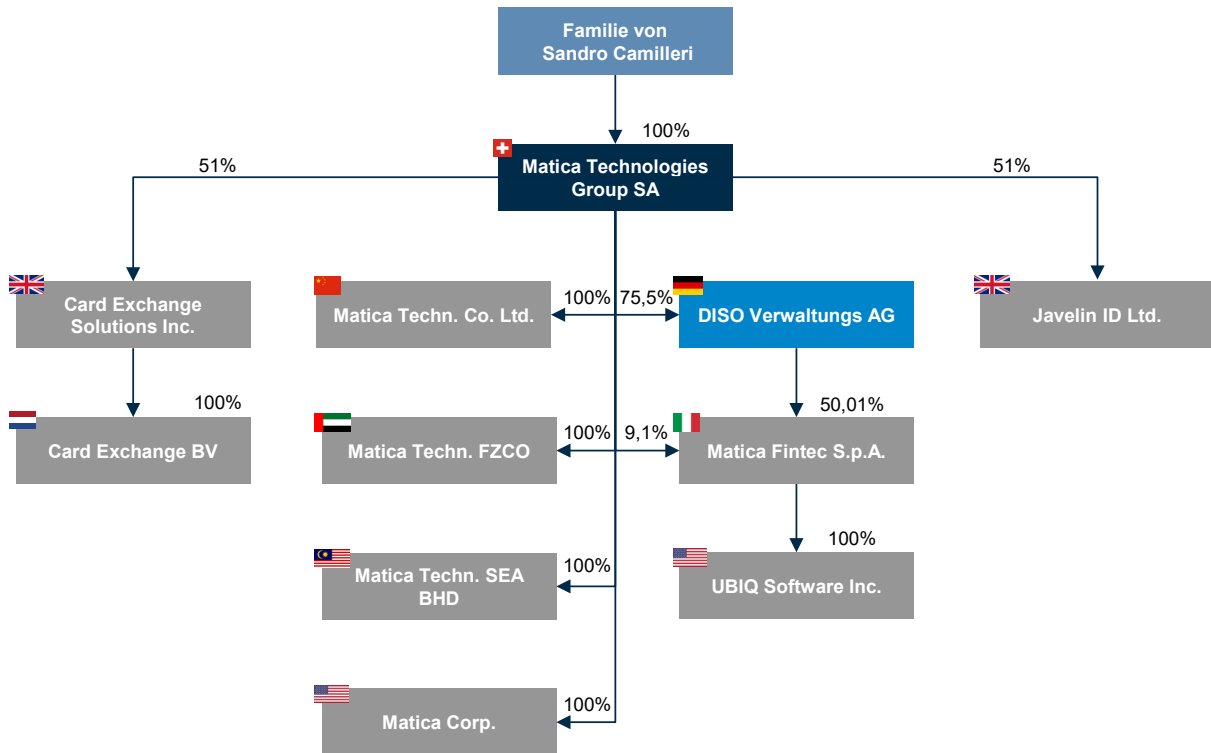
4.1.2 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

4.1.2.1 Rechtliche Verhältnisse

87 Die DISO ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Esslingen. Sie ist im Handelsregister unter der Nummer HRB 785069 beim Amtsgericht Stuttgart eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

88 Vereinfacht stellt sich die Unternehmensstruktur der DISO zum September 2023 wie folgt dar:

Abbildung 2: Konzern- und Aktionärsstruktur DISO



Anmerkung: Die obige Darstellung wurde uns in ursprünglicher Form vom Management bereitgestellt und angepasst, um die aktuelle Konzernstruktur darzustellen.
Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 89 Gemäß der Satzung vom 30. August 2022 ist der Gegenstand der Gesellschaft die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb digitaler Bildverarbeitungslösungen speziell für, aber nicht beschränkt auf, den Einsatz in Personenidentifikationsanwendungen sowie die software- und hardware-technische Betreuung dieser Produkte und der erforderlichen Identifikations-Karten-Materialien im In- und Ausland.
- 90 Das Grundkapital von DISO ist per 31. Dezember 2022 vollständig eingezahlt, beläuft sich auf EUR 15.464.408 und besteht aus 15.464.408 stimmrechtsgleichen nennwertlosen auf den Inhaber lautenden Stückaktien.³⁴ Bis zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts hat sich die Anzahl der Stückaktien nicht geändert. Die Matica Group besitzt 11.668.047 Aktien entsprechend 75,5% am Grundkapital, 3.768.420 Aktien befinden sich im Streubesitz und entsprechen 24,4% am Grundkapital. 27.941 Aktien entsprechend 0,2% des Grundkapitals werden von der DISO selbst gehalten.
- 91 Die Aktie der DISO wird unter der ISIN DE000A0JELZ5 sowie der WKN A0JELZ an der Hamburger Wertpapierbörse im Freiverkehr gehandelt. Bis zum Jahr 2016 war die Aktie der DISO ebenfalls im ehemaligen Entry Standard der Deutschen Börse AG gelistet.
- 92 Dem Aufsichtsrat von DISO sitzt Herr Andreas Rudolf vor. Die weiteren Mitglieder des Aufsichtsrat sind Herr Umberto Invidiata und Herr Marco Curti. Der Vorstand besteht einzig aus Herrn Ralf Erdhütter.

4.1.2.2 Steuerliche Verhältnisse

- 93 Die DISO wird steuerlich beim Finanzamt Esslingen geführt.
- 94 Zum 31. Dezember 2022 hatte die DISO einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von insgesamt EUR 15,7 Mio. sowie einen gewerbsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von insgesamt EUR 15,4 Mio. Weiterhin lagen bei der US-Tochtergesellschaft UbiQ zum 31. Dezember 2022 steuerliche Verlustvorträge i.H.v. USD 29,0 Mio vor.

³⁴ Vgl. DISO Satzung vom 30. August 2022, S. 2.

95 Zum 31. Dezember 2021 bestand für die DISO ein steuerliches Einlagekonto (§27 neu KStG) in Höhe von EUR 29,1 Mio.

4.1.3 Geschäftsmodell und -strategie

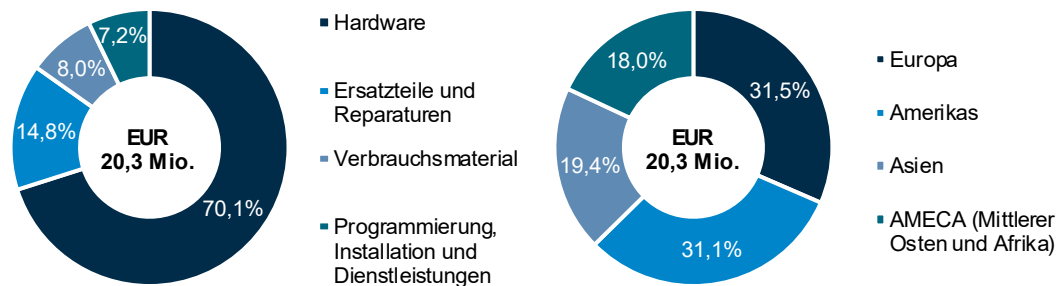
Allgemeine Unternehmensinformationen

96 Wie im Abschnitt 4.1.1.1 erläutert, wurde das operative Geschäft der DISO im März 2021 zum überwiegenden Teil an die Konzernobergesellschaft Matica Group veräußert. Bis Mitte 2022 wurden noch geringe Umsätze mit den Vertrieb von Druckern erwirtschaftet. Seitdem erwirtschaftet die DISO keine Umsätze. Die Gesellschaft hält jedoch 50,01% der Anteile der Matica Fintec, welche im Folgenden näher beschrieben wird.

97 Die Matica Fintec mit Sitz in Mailand, Italien und Geschäftssitz in Galliate, Italien, entwickelt, produziert und vertreibt Kartendrucker und zugehörige Software primär für den Regierungs- und Finanzsektor. Neben dem Hauptsitz in Mailand betreibt das Unternehmen eine Produktionsstätte und ein Forschungs- und Entwicklungszentrum in Novara, Italien. Insgesamt beschäftigte Matica Fintec im ersten Halbjahr 2023 76 Mitarbeiter.

98 Die prozentualen Anteile an den Umsatzerlösen der DISO-Gruppe im Jahr 2022, welche zum größten Teil aus den Umsätzen der Matica Fintec bestehen, werden in der nachfolgenden Abbildung nach Produktgruppen (links) sowie nach geographischen Gebieten (rechts) dargestellt.

Abbildung 3: Umsatzverteilung der DISO-Gruppe nach geographischen Bereichen und Produktgruppen im Geschäftsjahr 2022



Quelle: Konzernabschluss 2022 DISO-Gruppe, A&M Analyse

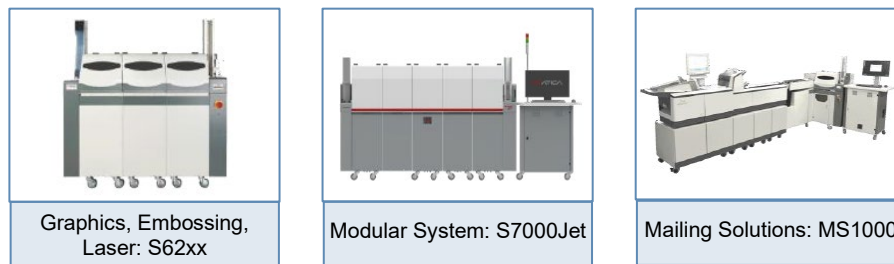
Produktportfolio

99 Das Produktsortiment umfasst zentrale und dezentrale Ausgabegeräte, Softwarelösungen, Spezialanwendungen sowie die entsprechenden Verbrauchsmaterialien. Zentrale Ausgabegeräte umfassen Kartendrucker sowie Mailingsysteme für mittlere Produktionsmengen und lassen sich unter anderem zum Bedrucken von ID-Karten, Kredit- und Debitkarten und Führerscheinen nutzen. Zentrale Ausgabegeräte sind meist größer und weisen eine höhere technische Komplexität auf.

100 Dezentrale Ausgabegeräte enthalten Desktoplösungen zur direkten Ausgabe von Finanzkarten, Discountkarten und Patientenkarten. Im Vergleich zu zentralen Ausgabegeräten sind sie meist kleiner und von geringerer technologischer Komplexität, weswegen die Profitabilität im Segment der dezentralen Ausgabegeräte typischerweise geringer ist. Im Bereich der Speziallösungen bietet die Matica Fintec Metallplatten-Präegeräte und Integrationsmodule an. Nachfolgend wird auf die drei Produktkategorien näher eingegangen.

101 Die zentralen Ausgabegeräte besitzen eine hohe Produktionskapazität und dienen zum Massendruck von Ausweisdokumenten sowie EC- und Kreditkarten. Die Geräte sind modular aufgebaut und lassen sich somit kombinieren bzw. erweitern. Darüber hinaus stehen auch Modelle zur Verfügung, in welchen die gedruckten Karten automatisch für den Versand vorbereitet werden können.

Abbildung 4: Zentrale Ausgabegeräte – Ausgewählte Produkte



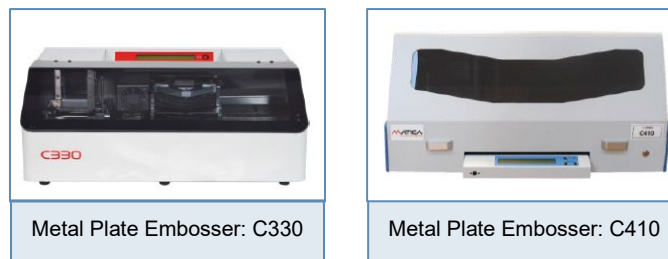
- 102 Die dezentralen Ausgabegeräte besitzen in der Regel kompakte Ausmaße und dienen zur sofortigen Prägung und Bedruckung von EC- und Kreditkarten. Die Geräte lassen sich über verschiedene kabelgebundene oder -lose Verbindungen mit einem PC verknüpfen oder haben selbst Steuerungsmodule integriert.

Abbildung 5: Dezentrale Ausgabegeräte – Ausgewählte Produkte



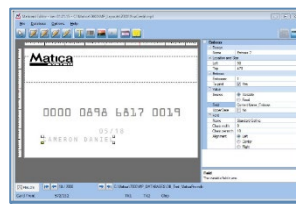
- 103 Speziallösungen umfassen vornehmlich Geräte zur automatisierten Metallprägung und -bedruckung von Metallplatten verschiedener Größen, Formen und Materialien und eignen sich je nach Gerätetyp für geringe bis hohe Produktionskapazitäten.

Abbildung 6: Speziallösungen – Ausgewählte Produkte



- 104 Die Matica Fintec bietet darüber hinaus komplementäre Software-Lösungen an. So befindet sich bspw. mit Maticard Pro ein Programm im Produktportfolio, welches die Personalisierung von Kartendesigns erlaubt und Verwaltung des Produktionsprozesses ermöglicht.
- 105 Ferner wurde das Produktportfolio der DISO-Gruppe durch die Akquisition der UbiQ im Juli 2022 um weitere Software-Lösungen erweitert. So steht mit Xpressi eine zusätzliche Möglichkeit zur Personalisierung von Kartendesigns zur Verfügung und kann in Zusammenhang mit verschiedenen Gerätetypen wie zentralisierten und dezentralisierten Ausgabegeräten genutzt werden. Es unterstützt die kontaktbehaftete, kontaktlose und Magnetstreifenkodierung und ist mit unterschiedlichen Chip-Typen und -Marken kompatibel. Außerdem ermöglicht das Programm eine Überwachung und Verwaltung des Produktionsprozesses einschließlich HSM-Auslastung, stündlichem Kartendurchsatz, Echtzeit-Druckerstatus vor Ort und in Produktion befindliche Aufträge. Zudem ist das System durch die branchenüblichen Sicherheitsprotokolle wie HTTPS und SSL gesichert und erlaubt benutzerdefinierte Zugriffsrechte.

Abbildung 7: Software-Lösungen – Ausgewählte Produkte



Maticard Pro



Xpressi

4.1.4 Markt- und Wettbewerbsumfeld

- 106 Zur Bewertung der zukünftigen Umsatzentwicklung der DISO Gruppe haben wir die zentralen Werttreiber der Märkte für Kartendruckgeräte und -software für den Finanzsektor sowie den Regierungs- bzw. Behördensektor, insbesondere im Bereich der Identifizierungslösungen, näher betrachtet.
- 107 Ausschlaggebend für die Entwicklung des Geschäftsbereichs der im Bereich des Finanzsektors verwendeten Kartendruckgeräte ist die Verbreitung bargeldloser Zahlungsmethoden, insbesondere im Hinblick auf kartenbasierte Verfahren.
- 108 Daher haben wir im Folgenden zunächst die historische Entwicklung von Zahlungsverhalten und -präferenzen von Konsumenten in der Vergangenheit auf Basis von Marktstudien analysiert. Hinsichtlich der prognostizierten zukünftigen Verbreitung kartenbasierter Zahlungsmittel haben wir die prognostizierte Entwicklung von Volumina und Nutzerzahlen bargeldloser Zahlungsmethoden auf europäischer und globaler Ebene untersucht.
- 109 Zur Analyse der Entwicklung des Geschäftsbereichs der Kartendruckgeräte für den Regierungs- und Behördensektor haben wir den Markt für Smart Cards, Identifikations-Lösungen und komplementärer Soft- und Hardware hinsichtlich des prognostizierten globalen Volumens unter Rückgriff auf Marktstudien untersucht.

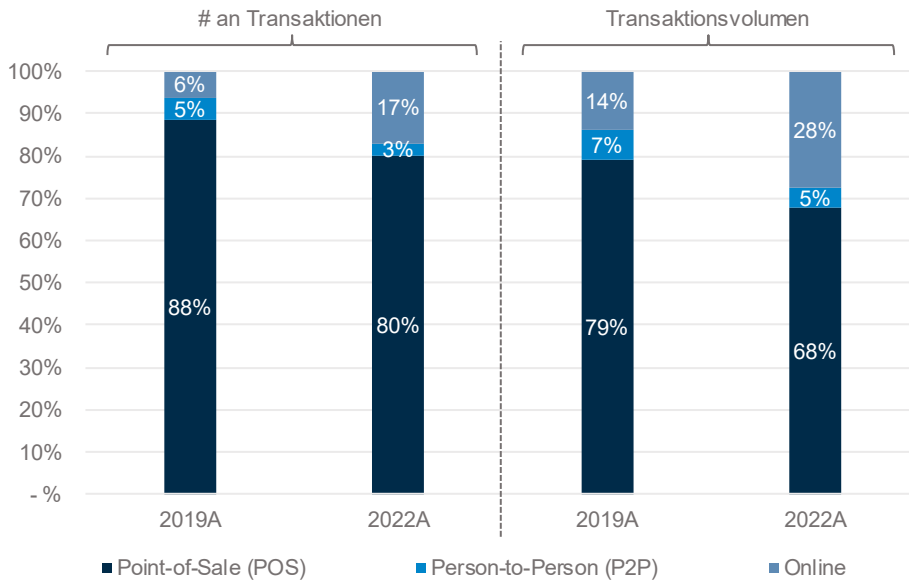
Markt für Kartenzahlung und andere bargeldlose Zahlungsmittel

Verbreitung bargeldloser Zahlungsmittel in Europa

- 110 Gemäß einer Studie der EZB, welche die Zahlungsgewohnheiten der Konsumenten im Euro-Raum in der Vergangenheit ausgewertet hat, ist eine steigende Verbreitung bargeldloser Zahlungsmittel im Euro-Raum zu beobachten, dargestellt in den nachfolgenden Abbildungen 8 und 9.³⁵
- 111 Einen entscheidenden Einfluss auf das Zahlungsverhalten von Konsumenten haben die Umstände bzw. das Umfeld, in welchem die Zahlung stattfindet. Diese sog. Zahlungssituationen können in Physical-Point-of-Sale- („POS“), Person-to-Person- („P2P“) und Online-Zahlungen untergliedert werden.
- POS-Zahlungen beziehen sich auf Transaktionen, die am physischen Verkaufsort, bspw. im Supermarkt oder Restaurant, stattfinden;
 - P2P-Zahlungen finden unmittelbar zwischen zwei Personen statt, häufig verbreitet sind hier Zahlungen per App;
 - Online-Zahlungen beziehen sich auf Transaktionen im Rahmen von Käufen auf Online-Plattformen.
- 112 Die nachfolgende Abbildung stellt den prozentualen Anteil der zuvor erläuterten jeweiligen Zahlungssituation an der Anzahl und dem Volumen der gesamten einmaligen Zahlungen im Euro-Raum in den Jahren 2019 und 2022 dar.

³⁵ EZB (2022): Study on the payment attitudes of consumers in the euro area.

Abbildung 8: Anteil an Anzahl und Volumen einmaliger Zahlungen im Euro-Raum per Zahlungssituation

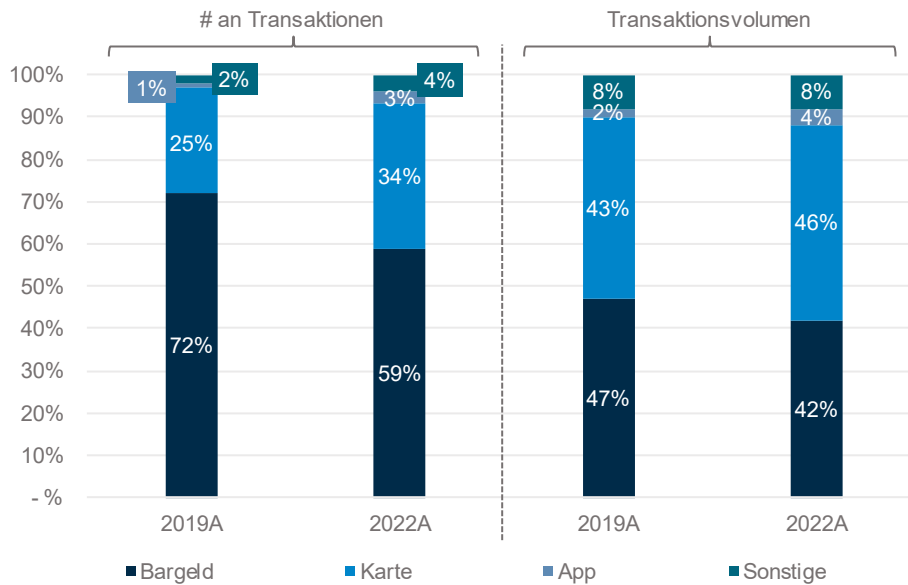


Quelle: EZB - Study on the payment attitudes of consumers in the euro area 2022

- 113 Wie in der obigen Abbildung 8 dargestellt, machten POS-Zahlungen mit einem Anteil von 88% an den analysierten Transaktionen und einem Anteil von 79% des Transaktionsvolumens den größten Anteil an einmaligen Zahlungen³⁶ im Jahr 2019 aus. Allerdings ist der Anteil von POS-Transaktionen und dem Transaktionsvolumen rückläufig: so betrug der Anteil der POS-Zahlungen im Jahr 2022 nur noch 80% der Gesamtzahl der Transaktionen und 68% des Transaktionsvolumens.
- 114 Dahingegen stieg der Anteil von Online-Zahlungen während des gleichen Zeitraums von 6% der Transaktionsanzahl und 14% des Transaktionsvolumens auf 17% bzw. 28%, was unter anderem auf die Zunahme des Onlinehandels während der COVID-19-Pandemie und eine damit einhergehende Änderung des Einkaufsverhaltens von Konsumenten zurückzuführen ist.
- 115 Im Gegensatz zu POS- und Online-Zahlungen sind P2P-Zahlungen von geringerer Bedeutung. Sie sanken im Vergleich zu 2019 sowohl hinsichtlich Anzahl als auch Volumen um 2pp und machten 2022 nur 3% der Transaktionen bzw. 5% des Transaktionsvolumens aus.
- 116 Nachfolgend gehen wir näher auf die Entwicklung der POS-Zahlungen im Euro-Raum ein. Die nachfolgende Abbildung stellt hierzu den Anteil der jeweiligen Zahlungsmethode (Bargeld, Karte, App, Sonstige Zahlungsmethoden) an den gesamten POS-Transaktionen sowie dem gesamten POS-Transaktionsvolumen einmaliger Zahlungen im Euro-Raum in den Jahren 2019 und 2022 dar.

³⁶ Einmalige Zahlungen beziehen sich auf nicht periodisch wiederkehrende Zahlungen, wie bspw. Zahlungen beim Kauf von Konsumgütern

Abbildung 9: Anzahl und Volumen einmaliger Zahlungen im Euro-Raum (POS)



Quelle: EZB - Study on the payment attitudes of consumers in the euro area 2022

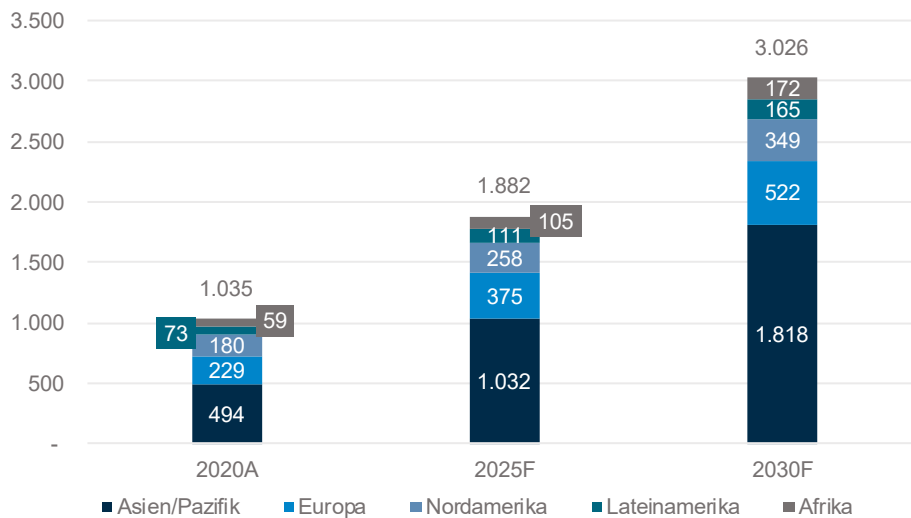
- 117 Über den Betrachtungszeitraum 2019 bis 2022 lässt sich eine sinkende Nutzung von Bargeld im Rahmen von POS-Zahlungen beobachten. Während im Jahr 2019 noch 72% der Transaktionen sowie 47% des Transaktionsvolumens über Bargeldzahlungen abgewickelt wurden, sanken die Anteile bis zum Jahr 2022 auf 59% bzw. 42%.
- 118 Die Beliebtheit kartenbasierter Zahlungsmethoden stieg im gleichen Zeitraum stark an. So wurden in 2022 34% der Transaktionen und 46% des Transaktionsvolumens per Karte abgewickelt, 2019 waren es noch 25% bzw. 43%.
- 119 Die wachsende Popularität von Kartenzahlungen ist unter anderem als eine Folge der COVID-19-Pandemie zu erklären – während der Pandemie stieg der Anteil bargeldloser Zahlungsverfahren aufgrund von Hygieneempfehlungen zum Infektionsschutz stark an. Weiterhin ist die gestiegene Verbreitung bargeldloser Zahlungsverfahren auf Verbesserungen in der bargeldlosen Zahlungsinfrastruktur zurückzuführen. Demgegenüber steht die zunehmende Verbreitung App-basierter Zahlungsverfahren – so stiegen die Häufigkeit und das Volumen von Zahlungen per App von 1% auf 3% bzw. von 2% auf 4% im gleichen Zeitraum. In der Zukunft wird mit einem weiterhin starken Wachstum dieser Zahlungsart gerechnet.

Prognostizierte weltweite Entwicklung bargeldloser Transaktionen

- 120 Die in der Vergangenheit zu beobachtende steigende Verbreitung bargeldloser Zahlungsmittel soll sich gemäß einer Studie des Beratungsunternehmens PwC³⁷ auch in Zukunft auf europäischer und globaler Ebene fortsetzen. Hierzu stellt die nachfolgende Abbildung die erwartete Anzahl an bargeldlosen Transaktionen zwischen 2020 und 2030 per Region dar.

³⁷ PwC (2021): Navigating the Payments Matrix.

Abbildung 10: Anzahl an bargeldlosen Transaktionen per Region (in Mrd.)



Quelle: Pw C - Navigating the Payments Matrix

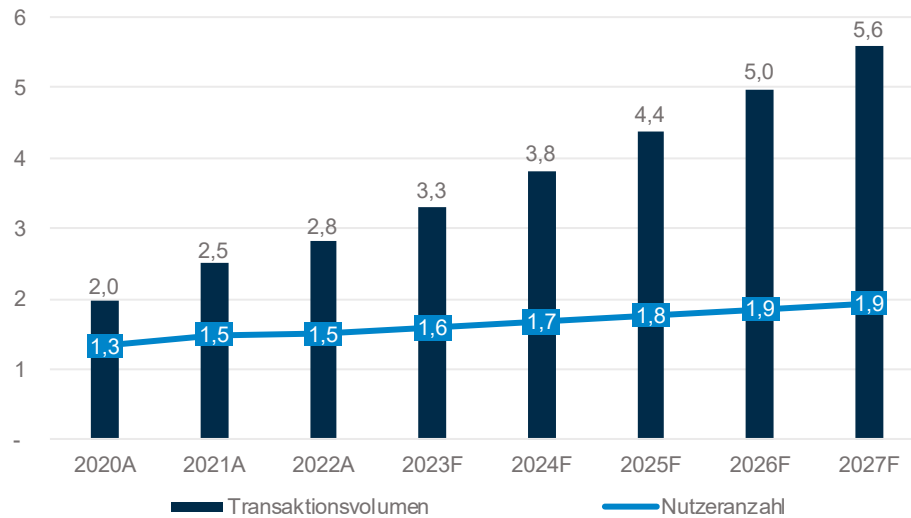
- 121 Wie in der obigen Abbildung 10 darstellt, wird ein Anstieg der globalen Anzahl bargeldloser Transaktionen im Zeitraum zwischen 2020 und 2030 von 1.035 Mrd. auf 3.026 Mrd. erwartet, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 11,3% entspricht.
- 122 Mit einer CAGR von 13,9% wird hierbei das stärkste Wachstum für die Region Asien/Pazifik erwartet. Der Studie zufolge würde diese Region im Jahr 2030 60,1% der Gesamtzahl aller bargeldlosen Transaktionen ausmachen. Im Vergleich dazu betrug der entsprechende Anteil im Jahr 2020 lediglich 47,7%.
- 123 Der auf Europa entfallende Anteil an weltweit durchgeführten bargeldlosen Transaktionen betrug im Jahr 2020 rund 22,1%. Für Europa wird eine CAGR von 8,6% bis zum Jahr 2030 prognostiziert, was einem Anteil von 17,3% relativ zu den gesamten globalen bargeldlosen Transaktionen im Jahre 2030 entspricht.
- 124 Für Nordamerika wird mit einer Rate von 6,8% das im Vergleich geringste jährliche Wachstum erwartet. In der Folge wird eine Verringerung des Anteils an der Gesamtanzahl bargeldloser Transaktionen von 17,4% im Jahr 2020 auf 11,5% im Jahr 2030 erwartet.
- 125 Eine untergeordnete Rolle spielen die Regionen Lateinamerika und Afrika. Für sie wird eine CAGR von 8,5% bzw. 11,3% prognostiziert. Dies resultiert in einem Anteil an der Gesamtzahl bargeldloser Transaktionen von 5,5% bzw. 5,7% im Jahre 2030.
- 126 Als Gründe für das weltweit prognostizierte Wachstum der bargeldlosen Zahlungsmethoden führt die PwC Studie ebenfalls den durch die COVID-19-Pandemie verstärkte Trend zum Onlinehandel sowie das daraus resultierende höhere Investitionsvolumen in Online-Zahlungsdienstleistungen an.
- 127 Durch die sich daraus ergebende Veränderung der Zahlungsinfrastruktur gehen neue Zahlungsmethoden hervor: So verzeichnen Echtzeitüberweisungen, Online-Zahlungsaufforderungen und -Rechnungsbegleichungen, digitale Wallets, Konsumentenkredite in Form von „Buy Now – Pay Later“-Angeboten, Kryptowährungen und digitale Zentralbankwährungen eine stetig steigende Nachfrage.

Prognostizierte Verbreitung App-basierter Zahlungsverfahren

- 128 Neben einer steigenden Nutzung von Kartenzahlungen wird auch eine Zunahme von Zahlungen mit mobilen Endgeräten per App prognostiziert. Hierzu stellt die nachfolgende Abbildung gemäß Statista Market Insights³⁸ das erwartete Transaktionsvolumen sowie die erwartete Nutzerzahl von POS-Zahlungen per App zwischen 2020 und 2027 dar.

³⁸ Statista (2023): Fintech - Digital Payments - Mobile Pos Payments

Abbildung 11: Transaktionsvolumen (in USD Bio.) von POS-Zahlungen mit mobilen Endgeräten und Nutzeranzahl (in Mrd.)



Quelle: Statista Market Insights

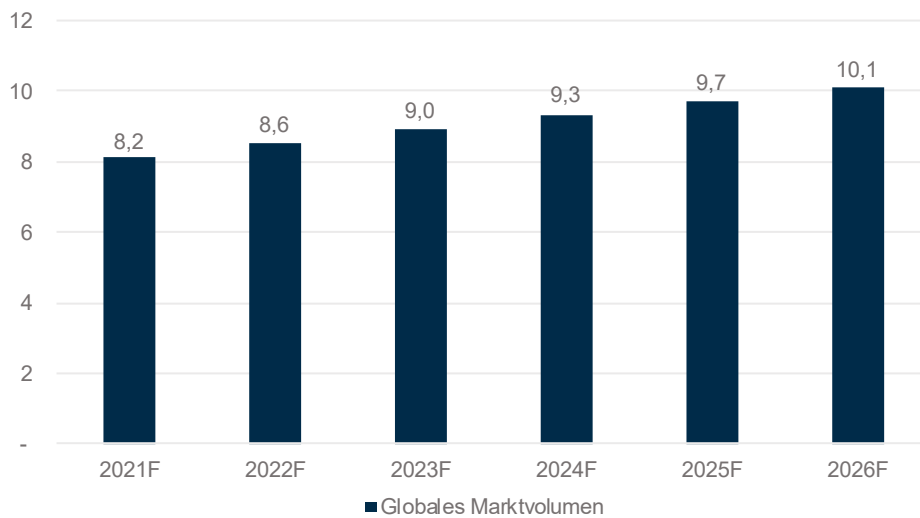
- 129 Wie die obige Abbildung 11 darstellt, wird erwartet, dass sich das globale Transaktionsvolumen von POS-Zahlungen per App von USD 2,8 Bio. im Jahr 2022 auf USD 5,6 Bio. im Jahre 2027 verdoppelt, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 14,6% entspricht.
- 130 Auch soll die Nutzeranzahl dieser Zahlungsmethode von 1,5 Mrd. im Jahr 2022 auf 1,9 Mrd. im Jahr 2027 wachsen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 4,8% entspricht.
- 131 Obwohl die App-basierten Zahlungen momentan noch an physische Karten gebunden sind, geht man von einer zunehmenden Verdrängung der kartenbasierten Zahlungen aus.

Prognostizierte Verbreitung von Smart Cards

- 132 Im Folgenden wird die prognostizierte Verbreitung von Smart Cards, d.h. Karten mit integriertem Chipmodul für sicherheitskritische Anwendungen, untersucht. Gemäß einer Studie von Mordor Intelligence³⁹ soll sich das in der Vergangenheit beobachtete Wachstum des Markts für Smart Cards weiter fortsetzen. Hierzu stellt die nachfolgende Abbildung das erwartete globale Marktvolumen für Smart Cards von 2021 bis 2026 dar.

³⁹ Mordor Intelligence (2021): Global Smart Card Market (2021-2026)

Abbildung 12: Globales Marktvolumen für Smart Cards (in USD Mrd.)



Quelle: Mordor Intelligence (2021): Global Smart Card Market 2021-2026

133 Das globale Marktvolumen soll von USD 8,2 Mrd. in 2021 auf USD 9 Mrd. in 2023 ansteigen. Dies entspricht einem CAGR von 4,8%. In den folgenden Jahren wird ein konstantes Wachstum erwartet, welches in 2026 in einem geschätzten Marktvolumen von USD 10,1 Mrd. resultieren soll.

134 Ein Grund für das Wachstum ist die wachsende Popularität der Smart Cards, die sich unter anderem in der zunehmende Erweiterung verschiedener Nutzungsfelder und Personalisierungsmöglichkeiten begründet. So nimmt laut Transparency Market Research die Verbreitung von Smart Cards in staatlichen Institutionen, Unternehmen, Gesundheitseinrichtungen, Hochschulen und im Rahmen von Kundenbindungsprogrammen stetig zu.⁴⁰

Prognostizierte Verbreitung digitalisierter Identifikations-Lösungen

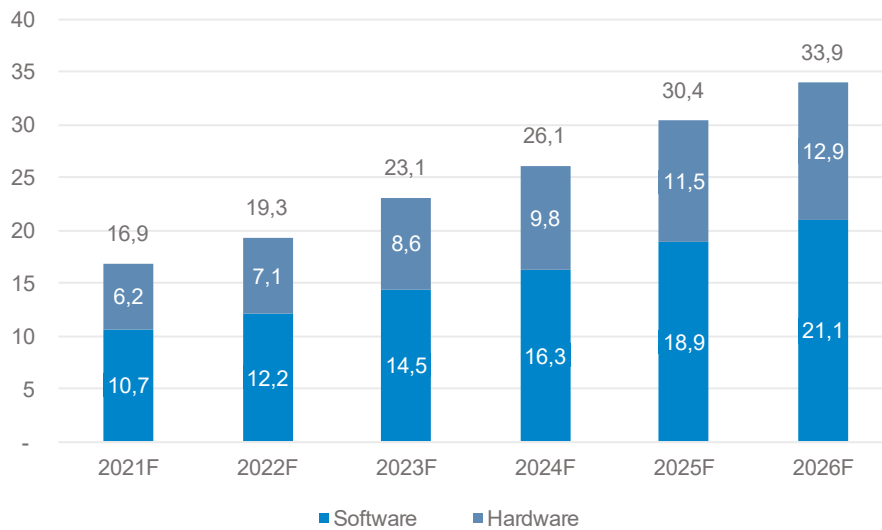
135 Aufgrund der steigenden Nachfrage nach Smart Cards und Ausweisdokumenten mit digitalen Nutzungsmöglichkeiten sowie der technischen Weiterentwicklung dieser wird auch ein steigendes Marktvolumen für Software und Hardware zur digitalen Identifikation prognostiziert.

136 Hierzu stellt die nachfolgende Abbildung das erwartete globale Marktvolumen von digitalen Identifikations-Lösungen zwischen 2021 bis 2026 gemäß Prognosen des Marktforschungsunternehmens MarketsAndMarkets dar.⁴¹

⁴⁰ Transparency Market Research (2020): ID Card Printer and Media Market

⁴¹ MarketsAndMarkets (2021): Digital identity solutions market – global forecast to 2026

Abbildung 13: Globales Marktvolumen von digitalen Identifikations-Lösungen (in USD Mrd.)



Quelle: MarketsAndMarkets (2021): Digital identity solutions market - global forecast to 2026

- 137 Wie die obige Abbildung 13 darstellt, wird ein Marktwachstum von USD 16,9 Mrd. im Jahre 2021 auf USD 33,9 Mrd. im Jahre 2026 erwartet, was einem CAGR von 15,0% entspricht. Mit 15,7% wird für Hardware eine leicht höhere CAGR als für Software mit 14,6% vorhergesagt. Damit soll im Jahr 2026 Software 62,1% und Hardware 37,9% des gesamten Marktvolumens ausmachen.
- 138 Die Gründe für das Wachstum sind vielfältig. So besitzen 58% der Weltbevölkerung noch keine Form von Pass oder Ausweis mit digitalen Funktionsmöglichkeiten, welche im steigenden Maße für den Zugang zu digitalen staatlichen Dienstleistungen erforderlich werden. Darüber hinaus besitzt insbesondere in Entwicklungsländern eine hohe Anzahl an Menschen gar kein Ausweisdokument, wie etwa einen Pass oder Personalausweis.
- 139 Auch dass das durch die COVID-19-Pandemie veränderte Gesundheitsbewusstsein und der daraus resultierende Anstieg von digitalen Gesundheitsausweisen soll nach Angaben der Studie das Marktwachstum positiv beeinflussen.
- 140 Ferner wird erwartet, dass die Notwendigkeit zur sicheren Identifizierung und Nachverfolgung persönlicher Daten aufgrund von Terrorismusgefahr, zunehmenden Migrationsbewegungen, steigenden Cybersecurity-Risiken und Fälschungen von Ausweisdokumenten eine positive Marktentwicklung begünstigt.⁴²

⁴²

4.1.5 Historische Vermögens- und Ertragslage

Grundlage der Prüfungs- und Analyseschritte

- 141 Dieser Abschnitt 0 stellt unsere Analysen bezogen auf die historische Vermögens- und Ertragslage der DISO Gruppe für die Geschäftsjahre 2021 und 2022 sowie für das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2023 (H1 2023) dar. Im Rahmen der Analyse der historischen Ertragslage wird zudem die Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2023 dargestellt.
- 142 Unsere Analysen der historischen Vermögenslage erfolgten auf Basis der nach IFRS erstellten Konzernabschlüsse der DISO Gruppe, welche von der Ebner Stolz GmbH & Co. KG für die Jahre 2021 und 2022 geprüft und ohne Einschränkung testiert wurden.
- 143 Unsere Analysen der historischen Ertragslage basieren ebenfalls auf den IFRS Konzernabschlüssen für die Jahre 2021 und 2022 sowie auf den uns von der DISO Gruppe zur Verfügung gestellten ungeprüften Halbjahreszahlen 2023 und der Hochrechnung für das Jahr 2023.
- 144 Der vorliegende Abschnitt ist in folgende Prüf- bzw. Analyseschritte unterteilt:
- Analysen bezogen auf die historische Vermögenslage der DISO Gruppe im Zeitraum von 2021 bis H1 2023; sowie
 - Analysen bezogen auf die historische Ertragslage der DISO Gruppe im Zeitraum von 2021 bis H1 2023 sowie die Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2023, einschließlich der Ableitung einer bereinigten Ertragslage.

4.1.6 Historische Vermögenslage

- 145 Der Konzernabschluss der DISO Gruppe ist gemäß §315e HGB nach den Grundsätzen der internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS aufgestellt. Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Zeitraum 31. Dezember 2021 bis 30. Juni 2023 („Vergangenheitszeitraum“).
- 146 Nachstehende Tabelle fasst die Vermögenslage der DISO Gruppe im Vergangenheitszeitraum 31. Dezember 2021 bis 30. Juni 2023 zusammen. Die Kennziffer-Spalte „Ø '21-H1 '23“ weist den durchschnittlichen Anteil an der Bilanzsumme im Vergangenheitszeitraum aus.

Tabelle 2: Vermögenslage der DISO Gruppe zum 31. Dezember 2021, 2022 und zum 30. Juni 2023

TEUR	Ist Dez 21	Ist Dez 22	Ist Jun 23	Ø '21-H1 '23
Aktiva				
Immaterielle Vermögenswerte	4.610	5.972	7.007	20,0%
Sachanlagen	352	296	376	1,2%
Vermögenswert aus Nutzungsrecht	257	110	87	0,6%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	-	916	862	1,9%
Latente Steueransprüche	118	194	86	0,5%
Langfristige Vermögenswerte	5.336	7.488	8.418	24,1%
Vorräte	3.169	4.652	4.722	14,3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.567	4.654	6.313	15,1%
Kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	404	520	-	1,1%
Steuererstattungsansprüche	104	146	322	0,6%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	298	476	254	1,2%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	13.308	12.647	11.533	43,6%
Kurzfristige Vermögenswerte	19.850	23.095	23.145	75,9%
Summe Aktiva	25.186	30.582	31.563	100,0%
Passiva				
Gezeichnetes Kapital	15.464	15.464	15.464	53,7%
Kapitalrücklage	35.472	35.402	33.187	120,6%
Gewinnrücklagen	(50.202)	(48.895)	(53.214)	(175,9%)
Sonstige Rücklagen	1.884	1.992	10.873	16,1%
Eigene Anteile	(229)	(229)	(229)	(0,8%)
Minderheitsanteile	2.210	4.184	4.184	11,9%
Summe Eigenkapital	4.599	7.916	10.265	25,6%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	10.611	9.174	8.024	32,5%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1	113	256	0,4%
Leasingverbindlichkeiten 1-5 Jahre	54	63	182	0,3%
Latente Steuerverbindlichkeiten	82	51	28	0,2%
Langfristige Verbindlichkeiten	10.748	9.401	8.490	33,4%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1.972	4.034	5.356	12,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.228	2.442	2.842	8,6%
Erhaltene Vorauszahlungen	137	847	847	2,0%
Leasingverbindlichkeiten < 1 Jahr	217	49	15	0,4%
Steuerverbindlichkeiten	699	1.086	1.169	3,3%
Kurzfristige Rückstellungen	1.425	197	650	2,8%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.160	4.610	1.930	11,2%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	9.840	13.265	12.808	41,0%
Summe Verbindlichkeiten	20.587	22.666	21.298	74,4%
Summe Passiva	25.186	30.582	31.563	100,0%
Ø Lagerreichweite	147,4	192,2	203,2	n/a
Ø Zahlungsziele Kunden	55,2	71,8	87,5	n/a
Ø Zahlungsziele Verbindlichkeiten	43,1	46,4	42,2	n/a
Eigenkapitalquote	18,3%	25,9%	32,5%	n/a

Quelle: DISO Konzernbilanz 2021, 2022, H1 2023

4.1.6.1 Aktiva

Langfristige Vermögenswerte

Immaterielle Vermögenswerte

- 147 Zum 30. Juni 2023 beliefen sich die immateriellen Vermögenswerte der DISO Gruppe auf TEUR 7.007 und bilden damit die zweitgrößte Position innerhalb der Bilanzaktiva. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen im Wesentlichen aus aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (TEUR 3.397) sowie einem Geschäfts- oder Firmenwert bzw. Goodwill (TEUR 3.548). Das Wachstum der Position im Vergleich zum 31. Dezember 2021 ist gleichermaßen auf ein höheres Niveau an aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen sowie einen Anstieg der Goodwill-Position infolge von Akquisitionen zurückzuführen.
- 148 Die Gesellschaft aktiviert einen Teil der im Zuge der Produktentwicklung angefallenen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Diese werden typischerweise über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren abgeschrieben.
- 149 Ein historischer Teil des Goodwills entstand durch die Akquisition der Digicard Engineering GmbH und der Matica USA LLC. Der Anstieg der Position im Jahr 2022 ist auf die Akquisition der UbiQ zurückzuführen.
- 150 Zudem stiegen die immateriellen Vermögenswerte zwischen dem 31. Dezember 2022 und dem 30. Juni 2023 um TEUR 47 aufgrund der fehlerhaften Aktivierung eines Mietvertrages im Sinne des IFRS 16.⁴³

Sonstige langfristige Vermögenswerte

- 151 Die Sachanlagen beliefen sich zum 30. Juni 2023 auf TEUR 376 im Vergleich zu TEUR 352 zum 31. Dezember 2021. Sie bestehen i.W. aus Gebäudeinstallationen, technischen Anlagen und Maschinen sowie sonstiger Betriebs- und Geschäftsausstattung, welche typischerweise über fünf bis zehn Jahre abgeschrieben werden. Das Sachanlagenvermögen ist vergleichsweise gering, da die DISO Gruppe die zur Produktion der Druckgeräte benötigten Komponenten von anderen Herstellern bezieht und lediglich montiert. Die Gebäude und Produktionsstätten der Gesellschaft sind auskunftsgemäß vollständig angemietet.
- 152 Die langfristigen finanziellen Vermögenswerte beliefen sich zum 30. Juni 2023 auf TEUR 862 und bestehen primär aus einem Darlehen an die Matica Group. Die Reduktion im Vergleich zum 31. Dezember 2022 ist auf die planmäßige Tilgung des Darlehens zurückzuführen.
- 153 Ferner sind zum 30. Juni 2023 Vermögenswerte aus Nutzungsrechten i.H.v. TEUR 87 und latente Steueransprüche i.H.v. TEUR 86 Bestandteil der langfristigen Vermögenswerte. Die Vermögenswerte aus Nutzungsrechten ergeben sich aus der Anwendung von IFRS 16 und sind in die Kategorien „Grundstücke und Bauten“, „Betriebs- und Geschäftsausstattung“ und „Kraftfahrzeuge“ gegliedert.

Kurzfristige Vermögenswerte

- 154 Die Vorräte sind von TEUR 3.169 zum 31. Dezember 2021 auf TEUR 4.722 zum 30. Juni 2023 gestiegen und belaufen sich im Durchschnitt auf 14,3% der gesamten Aktiva. Sie umfassen im Wesentlichen Rohmaterialien und Komponenten zur Montage, sich in der Montage befindliche sowie fertiggestellte Druckgeräte.
- 155 Die Forderungen aus Lieferung und Leistung sind von TEUR 2.567 zum 31. Dezember 2021 auf TEUR 6.313 zum 30. Juni 2023 gestiegen und belaufen sich im Durchschnitt auf 15,1% der Bilanzaktiva. Sie bestehen zu rd. zwei Dritteln aus Forderungen aus Lieferung und Leistung gegenüber fremden Unternehmen sowie zu rd. einem Drittel aus Forderungen aus Lieferung und Leistung gegenüber verbundenen Unternehmen. Der Anstieg zwischen 2021 und 2022 ist durch ein höheres Umsatzniveau sowie gestiegene Zahlungsziele begründet.

⁴³ Die Position wurde fälschlicherweise unter den sonstigen immateriellen Vermögenswerten anstatt unter den Vermögenswerten aus Nutzungsrechten verbucht.

- 156 Der Rückgang der kurzfristigen finanziellen Vermögenswerte von TEUR 520 zum 31. Dezember 2022 auf null zum 30. Juni 2023 ist durch die Auflösung von Darlehen, welche der Matica Group, der Matica Corp. sowie der ehemaligen Card Technology Corporation (zum 1. Januar 2023 mit der NBS Technologies Inc. zur UbiQ verschmolzen) durch die DISO Gruppe gewährt wurden, begründet.
- 157 Sonstige kurzfristige Vermögenswerte beinhalten i.W. geleistete Vorauszahlungen, Forderungen aus einem Arbeitsgerichtsverfahren, sowie Kautionen und Hinterlegungen und beliefen sich zum 30. Juni 2023 auf TEUR 254.
- 158 Ferner umfassten die kurzfristigen Vermögenswerte zum 30. Juni 2023 Steuererstattungsansprüche i.H.v. TEUR 322, bestehend aus Umsatzsteuer- und Ertragssteuerforderungen, sowie Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente i.H.v. TEUR 11.533, hauptsächlich in der Form von Bankeinlagen.

4.1.6.2 Passiva

Eigenkapital

- 159 Die Summe des Eigenkapitals belief sich zum 30. Juni 2023 auf TEUR 10.265 und belief sich im Durchschnitt auf 25,6% der Passiva. Das Eigenkapital zum 30. Juni 2023 untergliedert sich in das gezeichnete Kapital i.H.v. TEUR 15.464, bestehend aus 15.464.408 nennwertlosen Stückaktien zu je EUR 1, die Kapitalrücklage i.H.v. TEUR 33.187, die Gewinnrücklagen i.H.v. TEUR (53.214), sonstige Rücklagen i.H.v. TEUR 10.873, bestehend aus Rücklagen für Fremdwährungsdifferenzen, sowie eigene Anteile i.H.v. TEUR (229). Zudem sind Minderheitsanteile i.H.v. TEUR 4.184 erfasst, welche auf den Anteil der DISO an der Matica Fintec von 50,01% zurückzuführen ist. Eine Erhöhung der Minderheitenanteile aufgrund der Veräußerung eines Anteils an der Matica Fintec von 9% im Februar 2023 ist auskunftsgemäß noch nicht in der Position reflektiert.

Langfristige Verbindlichkeiten

- 160 Langfristige Verbindlichkeiten zum 30. Juni 2023 enthalten i.W. langfristige Finanzverbindlichkeiten i.H.v. TEUR 8.024, primär bestehend aus Darlehen gegenüber Kreditinstituten. Weitere Bestandteile der langfristigen Verbindlichkeiten sind sonstige langfristige Verbindlichkeiten i.H.v. TEUR 256, Leasingverbindlichkeiten i.H.v. TEUR 182 und latente Steuerverbindlichkeiten i.H.v. TEUR 28.

Kurzfristige Verbindlichkeiten

- 161 Größte Position innerhalb der kurzfristigen Verbindlichkeiten sind die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten, welche zum 30. Juni 2023 TEUR 5.356 betragen und Darlehen gegenüber Kreditinstituten beinhalten. Weiterhin sind in dieser Position Darlehen gegenüber der Matica Group i.H.v. TEUR 2.396 enthalten, deren Darlehensvertrag bis zum 31. Juli 2024 läuft. Auskunftsgemäß befand sich die DISO zum Abschluss der Bewertungsarbeiten in Gesprächen mit der Matica Group über die Vergabe neuer Kreditmittellinien.
- 162 Eine weitere signifikante Bilanzposition innerhalb der kurzfristigen Verbindlichkeiten sind die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung, welche sich zum 30. Juni 2023 auf TEUR 2.842 und sich im historischen Durchschnitt auf 8,6% der Passiva beliefen. Sie bestehen zum Großteil aus Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung gegenüber fremden Unternehmen, wobei TEUR 355 auf Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung gegenüber verbundenen Unternehmen entfallen.
- 163 Weiterhin waren erhaltene Vorauszahlungen i.H.v. TEUR 847, Leasingverbindlichkeiten i.H.v. TEUR 15, Steuerverbindlichkeiten i.H.v. i.H.v. TEUR 1.169 sowie kurzfristige Rückstellungen i.H.v. TEUR 650 Bestandteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten zum 30. Juni 2023.
- 164 Kurzfristige Rückstellungen beinhalten primär Rückstellungen für Prozessrisiken im Zusammenhang mit Rechtsstreitigkeiten mit Minderheitsaktionären über die Veräußerung des operativen Geschäfts der ehemaligen Matica Technologies AG (heutige DISO) und deren Tochtergesellschaften Matica Corp., Matica Beijing, Matica Dubai und Matica Malaysia zum 31. März 2021. Zudem sind Rückstellungen für Personalaufwendungen in der Position berücksichtigt.

- 165 Der Rückgang der kurzfristigen Rückstellungen von TEUR 1.425 zum 31. Dezember 2021 auf TEUR 197 zum 31. Dezember 2022 ist hauptsächlich auf die Beendigung eines arbeitsgerichtlichen Verfahrens zurückzuführen. In diesem Zusammenhang wurden verbuchte Rückstellungen in die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten umgegliedert.
- 166 Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten sanken von TEUR 3.160 zum 31. Dezember 2021 auf TEUR 1.930 zum 30. Juni 2023. Diese entfallen auf Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern und Geschäftsführern, Sozialversicherungsverbindlichkeiten, erhaltene Vorauszahlungen, personalbezogene Verbindlichkeiten aus Urlaub und sonstigen Leistungen, Jahresabschlusskosten, ausstehende Lieferantenrechnungen, Leasingkosten für das SAP ERP-System, sonstige Steuern, und Aufsichtsratsvergütung. Zudem sind passive Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige Verbindlichkeiten enthalten.

4.1.7 Historische Ertragslage

- 167 Die in diesem Abschnitt gezeigte historische Ertragslage basiert auf den historischen nach den IFRS aufgestellten Konzernabschlüssen der DISO Gruppe sowie der zur Verfügung gestellten ungeprüften Halbjahreszahlen für das Jahr 2023 sowie der Hochrechnung 2023.
- 168 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Vergangenheitszeitraum von 2021 bis zur ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2023 (H1 2023) sowie auf die Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2023. Letztere wurde aus Gründen einer erleichterten Nachvollziehbarkeit der Planungsrechnung dargestellt.
- 169 Die in der Spalte „Ist Ø 21-23“ dargestellten annualisierten Wachstumsraten beziehen sich auf das durchschnittliche Wachstum von 2021 bis 2023.
- 170 Nachfolgende Tabelle zeigt die unbereinigte Ertragslage der DISO Gruppe für den Vergangenheitszeitraum 2021 bis H1 2023 sowie die Hochrechnung für 2023.

Tabelle 3: DISO Gruppe – Historische Ertragslage

TEUR	Ist 2021	Ist 2022	Ist H1 2023	HR 2023	Ist Ø 21-23
Umsatzerlöse	14.900	20.320	11.439	22.978	24,2%
Aktivierete Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	670	705	381	704	2,4%
Bestandsveränderung	241	80	-	-	n/a
Gesamtleistung	15.812	21.105	11.819	23.682	22,4%
Umsatzkosten	(6.780)	(8.024)	(4.209)	(9.085)	15,8%
Rohrertrag	9.032	13.081	7.611	14.596	27,1%
Sonstige Erträge	169	932	1.129	946	136,3%
Allgemeine betriebliche Aufwendungen (OPEX)	(3.308)	(4.706)	(3.797)	(6.480)	40,0%
Personalaufwand	(4.481)	(4.924)	(2.697)	(5.282)	8,6%
EBITDA	1.413	4.383	2.246	3.780	63,6%
Abschreibungen	(1.539)	(1.084)	(443)	(813)	(27,3%)
EBIT	(126)	3.299	1.803	2.966	n/a
Finanzergebnis	66	(478)	(305)	(617)	n/a
EBT	(60)	2.821	1.497	2.349	n/a
Steuern	(528)	(810)	(355)	(959)	34,8%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	(588)	2.011	1.142	1.390	n/a
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	1.378	-	-	-	n/a
Konzernergebnis	790	2.011	1.142	1.390	32,7%
<i>Rohrertrags-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>60,6%</i>	<i>64,4%</i>	<i>66,5%</i>	<i>63,5%</i>	<i>63,8%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>9,5%</i>	<i>21,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,9%</i>
<i>Abschreibungsquote (in % der Sachanl. und Immat. VW)</i>	<i>31,0%</i>	<i>17,3%</i>	<i>6,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>18,1%</i>
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>(0,8%)</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,8%</i>	<i>12,9%</i>	<i>10,4%</i>

Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

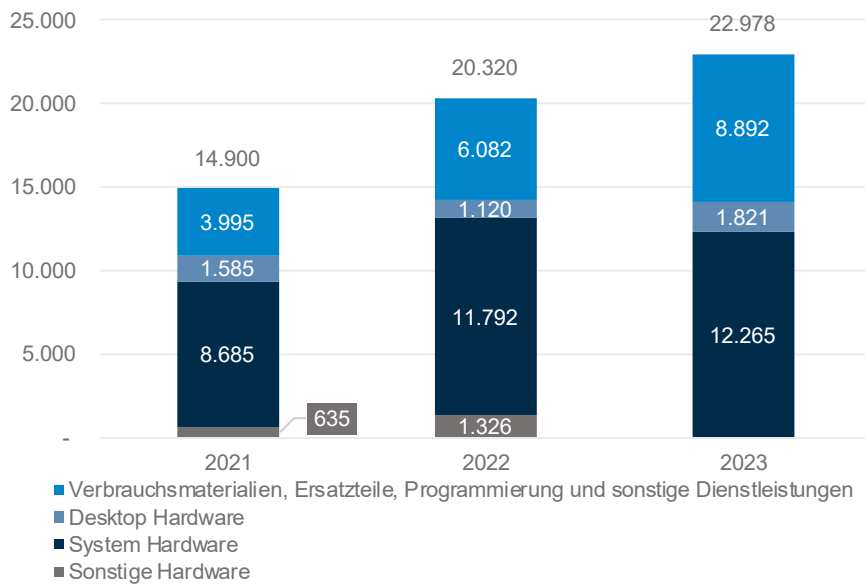
Anmerkung: Die obige Tabelle stellt in der Spalte "Ist Ø 21-23" die CAGRs für die Jahre 2021 bis 2023 (2 Jahre) sowie die durchschnittlichen Margen der Jahre 2021 bis 2023 dar.

4.1.7.1 Gesamtleistung

Umsatzerlöse

- 171 Die Umsatzerlöse der Gesellschaft teilen sich auf in die Geschäftsbereiche Desktop Hardware, System Hardware sowie Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile, Programmierung und sonstige Dienstleistungen.
- 172 Die in den Jahren 2021 und 2022 generierten bzw. für 2023 erwarteten Umsätze der einzelnen Geschäftsbereiche sind in der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen.

Abbildung 14: Umsatzerlöse nach Geschäftsbereich 2021 bis 2023 (in TEUR)



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

173 Während im Jahr 2021 Gesamtumsatzerlöse i.H.v. TEUR 14.900 erzielt werden konnten, stiegen diese im Jahr 2022 auf TEUR 20.320. Wesentlicher Treiber dieses Anstiegs war eine Steigerung der Hardwareumsätze (System, Desktop und Sonstige) von TEUR 10.905 in 2021 auf TEUR 14.238 in 2022. Weiterhin verzeichneten auch die Umsätze in den sonstigen Bereichen, welche im Wesentlichen dem Verkauf von Verbrauchsmaterialien und Ersatzteilen sowie der Programmierung, Installation und sonstigen Dienstleistungen zuzuordnen sind. In Summe stiegen die nicht dem Hardwaregeschäft zuzuordnenden Umsätze von TEUR 3.995 in 2021 auf TEUR 6.082 in 2022.

174 Für das Hochrechnungsjahr 2023 wird seitens der Gesellschaft mit einem weiteren Wachstum der gesamten Umsatzerlöse auf TEUR 22.978 gerechnet. Während sich das Hardwaregeschäft weitestgehend konstant entwickeln soll, erwartet die DISO Gruppe einen starken Anstieg der sonstigen Umsatzerlöse. Dieser ist im Wesentlichen auf ein anorganisches Wachstum infolge der Akquisition der UbiQ im Sommer 2022 zurückzuführen.

175 Im Folgenden geben wir einen detaillierten Überblick über die geplante Umsatzentwicklung im Bereich Hardware. Da viele der von der DISO Gruppe vertriebenen Geräte sowohl für die Herstellung von ID-Karten als auch Zahlungskarten nutzbar sind, ist keine exakte Zuweisung auf Ebene der Umsatzerlöse zu einer der beiden Kategorien möglich. Laut Management geht die DISO jedoch davon aus, dass der Anteil der Kunden, welche die Geräte zum Druck von Zahlungskarten verwenden, überwiegt.

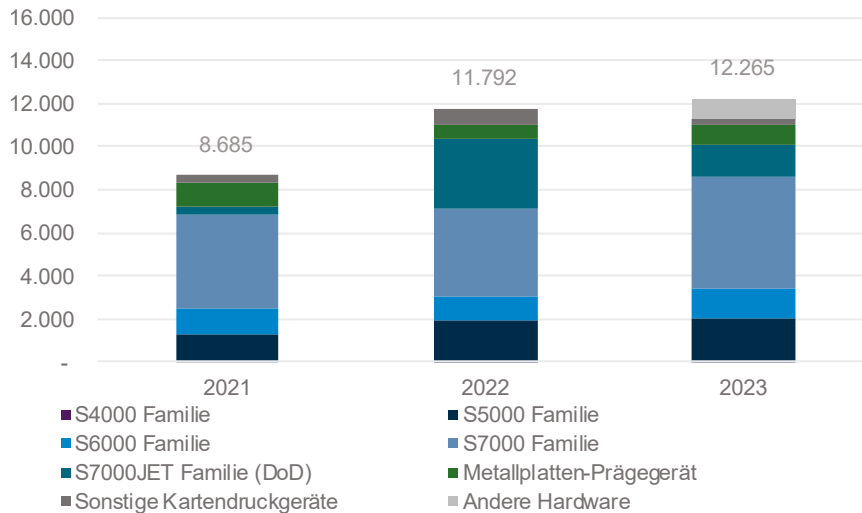
Sonstige Hardware

176 Wie zuvor beschrieben, teilen sich die Umsatzerlöse in die Bereiche System Hardware, Desktop Hardware, Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile, Programmierung und sonstige Dienstleistungen auf. Für die Bereiche System Hardware und Desktop Hardware haben wir von der Gesellschaft detaillierte Informationen hinsichtlich der entsprechenden Aufteilung in die einzelnen Produkte erhalten. Für einige Hardwareumsätze war ein solcher Detailauftritt nicht verfügbar – diese „Sonstige Hardware“ wird daher im Folgenden nicht im Detail beschrieben.

System Hardware

177 Im Zusammenhang mit der Umsatzentwicklung im Bereich System Hardware stellt die nachfolgende Abbildung die historischen Umsatzerlöse dieses Bereichs für die Jahre 2021 und 2022 sowie die für 2023 erwarteten Umsatzerlöse nach Produktfamilie dar.

Abbildung 15: Umsatzerlöse im Bereich System Hardware nach Produktfamilie 2021 bis 2023 (in TEUR)



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

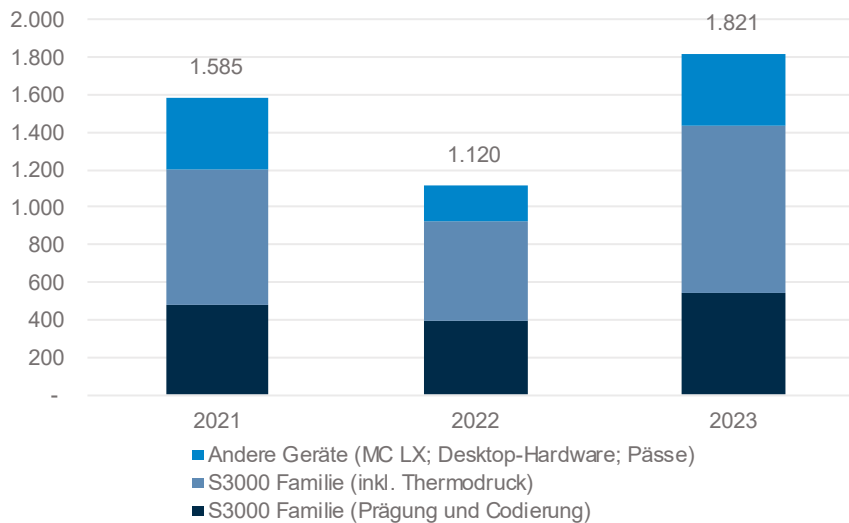
S7000 / S7000JET

- 178 Wie in der obigen Abbildung 15 dargestellt, ist das Umsatzwachstum im Bereich System Hardware im Jahr 2022 insbesondere durch die im Jahr 2021 neu eingeführte Produktfamilie S7000JET zurückzuführen. Diese Produktfamilie basiert auf einer neuen Technologie zum Tintenstrahldruck (Drop-on-Demand, DoD). Aufgrund der hohen Nachfrage stieg der durch diese Produktfamilie generierte Umsatz im Vergleich zu 2021 um rd. das Achtfache.
- 179 Die Markteinführung der S7000JET Familie führte jedoch zu einem Rückgang der Umsätze in der S7000 Familie um rd. 8%, da diese durch die Neuentwicklung S7000JET, welche eine fortschrittliche Technologie mit besonders sparsamem Tintenverbrauch besitzt, ersetzt werden soll. Die moderne Technologie spiegelt sich ebenfalls im Absatzpreis wider; so kostet ein Gerät der neuen S7000JET Familie fast das Dreifache eines Geräts der S7000 Familie.

Basierend auf der bisherigen Auftragslage bzw. den Bestelleingängen wird für 2023 ein Umsatzrückgang der S7000JET Familie um rd. die Hälfte erwartet, während der der S7000 Familie wiederum um rd. ein Drittel steigen soll. In Zukunft wird jedoch mit einem starken Wachstum der Absatzmengen der S7000JET Familie gerechnet, wie in Abschnitt 0:

- 180 Beschreibung der Planungsrechnung dargestellt.
S4000 / S5000 / S6000
- 181 Die anderen Produktfamilien der Gesellschaft sind im Vergleich zur S7000 und S7000JET Familie eher von untergeordneter Bedeutung. Die Umsätze durch die S5000 Familie wuchsen zwischen 2021 und 2022 um rd. 50%, hierbei konnte in 2022 ein im Vergleich zu 2021 deutlich höherer Absatzpreis erzielt werden – zudem stieg auch die Menge der abgesetzten Geräte. 2023 soll der Umsatz weiter steigen, was im Wesentlichen auf einen erwarteten Anstieg des durchschnittlichen Absatzpreises zurückzuführen ist.
- 182 Nach einem Einbruch des durchschnittlichen Absatzpreises der S6000 Familie in 2022 wird in 2023 wieder einem vergleichsweise starken Anstieg der für das Gerät am Markt erzielten Preise gerechnet. Die abgesetzte Menge wird auf dem Niveau der Vorjahre angenommen.
- 183 Neben der S7000JET stellt auch die S4000 Reihe eine Produktneueinführung dar. Dabei handelt es sich um eine Speziallösung zum Laserdruck für ID- und Zahlungskarten. Da auskunftsgemäß der Profit pro Gerät vergleichsweise gering ist, wird diese Produktfamilie nicht im normalen Produktportfolio beworben, sondern dem Kunden nur bei Bedarf empfohlen. 2022 wurden von dieser Serie erstmalig Geräte verkauft. Basierend auf der Auftragslage wird für 2023 die gleiche Absatzmenge wie im Vorjahr erwartet, da allerdings erwartet wird, dass das Preisniveau des Vorjahres gehalten werden kann, soll sich der durch diese Produktfamilie generierte Umsatz um rd. 40% reduzieren.
- Sonstige System Hardware*
- 184 Für Metallplatten-Prägegeräte wird für das Jahr 2023 mit einem Umsatzrückgang um rd. 15% im Vergleich zum Jahr 2021 gerechnet. Die dem Umsatzrückgang zugrundeliegende signifikante Reduzierung der Absatzmenge wird durch einen leichten Anstieg des erwarteten Absatzpreises teilweise kompensiert. Insgesamt lässt sich lt. Management ein Trend zu Lösungen mit einem höheren Grad an technologischer Komplexität feststellen, welcher zulasten des Absatzes von Geräten mit einfacheren Bearbeitungsverfahren, wie bspw. der Metallprägung, geht.
- 185 Sonstige Kartendruckgeräte zur zentralen Ausgabe umfassen unterschiedliche Produktlösungen, weshalb auf die Entwicklung von Preis und Menge nicht eingegangen wird.
- 186 „Andere Hardware“ bezieht sich auf durch die UbiQ hergestellte Hardware, welche dem Bereich System Hardware zugeordnet wird – diese wird nicht näher beschrieben.
- Desktop Hardware*
- 187 Im Zusammenhang mit der Umsatzentwicklung im Bereich Desktop Hardware stellt die nachfolgende Abbildung die historischen Umsatzerlöse dieses Bereichs für die Jahre 2021 und 2022 sowie die für 2023 erwarteten Umsatzerlöse nach Produktfamilie dar.

Abbildung 16: Umsatzerlöse im Bereich Desktop Hardware nach Produktfamilie 2021 bis 2023 (in TEUR)



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

S3000 (inkl. Thermodruck)

188 Wie in der obigen Abbildung 16 dargestellt, ist der zwischen 2021 und 2023 erwartete Umsatzanstieg des Bereich Desktop Hardware hauptsächlich auf den Umsatz durch die S3000 Familie (inkl. Thermodruck) zurückzuführen. In Folge eines geringen Auftragseingangs in 2022 sank der Umsatz dieser Geräte 2022 im Vergleich zum Vorjahr um 26%. Basierend auf der aktuellen Auftragslage sollen nach Aussage der Gesellschaft die mit diesem Produkt in 2023 erzielten Umsätze im Vergleich zu 2022 wieder um rd. zwei Drittel wachsen.

S3000 (Prägung und Codierung)

189 In 2022 kam es zu einem Einbruch der mit der S3000 Familie (Prägung und Codierung) erzielten Umsatzerlöse – so reduzierte sich die Zahl der abgesetzten Produkte um rd. 30%. Durch einen höheren durchschnittlichen Verkaufspreis konnte der Umsatzrückgang allerdings auf rd. 20% abgeschwächt werden. Nach Aussage der Gesellschaft sind die Absatzmengen im Bereich Desktop Hardware vergleichsweise volatil – so gab es auskunftsgemäß in der Vergangenheit große Bestellungen von Finanzinstituten in manchen Jahren, während in anderen Jahren lediglich geringe Bestelleingänge zu verzeichnen waren. Basierend auf der Auftragslage wird für 2023 wiederum mit einem Umsatzanstieg von rd. einem Drittel gerechnet.

Sonstige Desktop Hardware

190 Auch die anderen Geräte im Bereich Desktop Hardware (MC LX, Desktop Hardware, Pässe) verzeichneten im Jahr 2022 im Vergleich zu 2021 einen Absatz- und Umsatzrückgang um rd. 70% bzw. 50%. Dieser Bereich umfasst i.W. den MC LX, einen kleinen Laserdrucker, speziell entwickelt für kleinere Produktionsmengen, sonstige Desktop-Hardware, welche auf Kundenanfrage von anderen Herstellern bezogen wird, sowie ein Ausweisdruckgerät, welches ebenfalls auf Kundenanfrage angeboten wird.

Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen

191 Der durch den Bereich Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen generierte Umsatz stieg von TEUR 3.995 im Jahr 2021 auf TEUR 6.082 im Jahr 2022. Hierbei wirkten sich pandemiebedingte Aufholeffekte erhöhend auf den Umsatz aus. Zudem beeinflusste ein angestiegener Ersatzteile- und Wartungsbedarf die Umsatzentwicklung positiv. Dieser resultierte daraus, dass sich viele Kunden während der COVID-19-Pandemie gegen die Anschaffung neuer Maschinen entschieden und stattdessen vorhandene Geräte reparieren und warten ließen. Ferner haben viele Kunden während der Pandemie technische Mitarbeiter entlassen, was insbesondere im Jahr 2021 zu einer erhöhten Nachfrage an externen Technikern geführt hat. Dieser Anstieg in der Nachfrage hat sich in höheren Umsatzerlösen durch Dienstleistungstätigkeiten niedergeschlagen. Darüber hinaus hat im Jahr 2022 ein

Auftrag zur Herstellung eines personalisierten Laminierungsfilms die Umsätze des Bereichs positiv beeinflusst.

192 Für das Jahr 2023 wird ein Anstieg der Umsatzerlöse dieses Bereichs auf TEUR 8.892 erwartet. Dieser Umsatzanstieg ist zum Teil auf anorganisches Wachstum durch die Akquisition der UbiQ im Juli 2022 zurückzuführen, deren Umsätze durch Software-Lösungen und Dienstleistungen dem Bereich Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen zugeordnet sind und in 2023 erstmals mit 12 Monaten berücksichtigt werden.

Aktivierete Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen

193 Aktivierete Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen beziehen sich auf im Rahmen des Entwicklungsprozesses angefallene Personalaufwendungen, bspw. in Zusammenhang mit der neuen Technologie zum Tintenstrahldruck (DoD). Diese werden abhängig davon erfasst, wie viele Stunden welcher Mitarbeiter auf den jeweiligen Entwicklungsprojekten bzw. der jeweiligen Technologie gearbeitet hat.

194 2022 stiegen die Aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf TEUR 705 im Vergleich zu TEUR 670 im Vorjahr. Für 2023 wird mit Aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen i.H.v. TEUR 704 gerechnet.

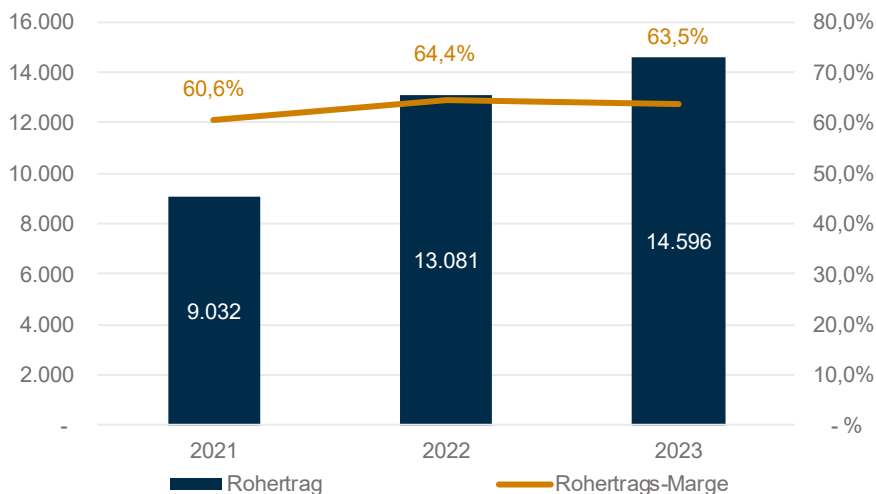
195 Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 konzentrierte die DISO Gruppe ihre Entwicklungstätigkeiten lt. Konzernabschluss im Wesentlichen auf die Stärkung der Sicherheit von Zahlungskarten. Ferner wurde eine Erhöhung der Ausgabekapazitäten der Kartendruckgeräte sowie die Weiterentwicklung von Bearbeitungsverfahren für Karten aus Spezialmaterialien, wie bspw. Holz, forciert. Im Software-Bereich wurde sich auf die Entwicklung von Verfahren mit den neusten Chipversionen fokussiert.

196 Ferner ist anzumerken, dass andere im Forschungs- und Entwicklungsprozess anfallende Kosten, wie bspw. Prototypen, Beratergebühren o.Ä., nicht aktiviert werden. So beliefen sich die gesamten jährlichen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in den vergangenen Jahren auf durchschnittlich rd. EUR 1 Mio.

4.1.7.2 Rohertrag

197 Die nachfolgende Abbildung stellt den Rohertrag sowie die Rohertragsmarge der DISO Gruppe für die Jahre 2021 bis 2023 dar.

Abbildung 17: Rohertrag (in TEUR) und Rohertrags-Marge 2021 bis 2023



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

198 Der Rohertrag entwickelte sich von TEUR 9.032 im Jahr 2021 auf TEUR 13.081 im Jahr 2022. Für das Jahr 2023 wird ein Rohertrag i.H.v. TEUR 14.596 erwartet, was einem CAGR von 27,1% von 2021-23 entspricht. Dies resultierte in einem Anstieg der Rohertrags-Marge von 60,6% auf 63,5% im gleichen Zeitraum.

199 Die DISO Gruppe antizipierte potentielle Lieferengpässe von für die Produktion notwendigen Komponenten während der COVID-19-Pandemie, indem sie frühzeitig stark in ihren Lagerbestand investierte. Durch den hohen Lagerbestand wurde das Unternehmen lediglich bedingt durch die Preissteigerungen in der Beschaffung im Jahr 2022 beeinflusst. Weiterhin stiegen die Umsatzerlöse im Reparatur- und Ersatzteilbereich, welcher, verglichen mit dem Hardwarebereich, eine höhere Profitabilität aufweist.

200 Für das Jahr 2023 wird ein erneuter Anstieg des Rohertrags auf TEUR 14.596 erwartet – bei einem leichten Abfall in der Rohertragsmarge auf 63,5%.

4.1.7.3 EBITDA

201 Das EBITDA stieg von TEUR 1.413 im Jahr 2021 auf TEUR 4.383 im Jahr 2022. Im gleichen Zeitraum stieg die EBITDA-Marge von 9,5% auf 21,6%. Für das Jahr 2023 wird ein EBITDA i.H.v. TEUR 3.780 erwartet, entsprechend einer EBITDA-Marge von 16,4%. Neben der zuvor erläuterten Rohertragsmarge sind Sonstige Erträge, Allgemeine Betriebsaufwendungen (OPEX), Personalaufwand, Miet- und Raumkosten sowie Sonstige allgemeine Aufwendungen maßgeblich für die Entwicklung des EBITDA und werden im Folgenden erläutert.

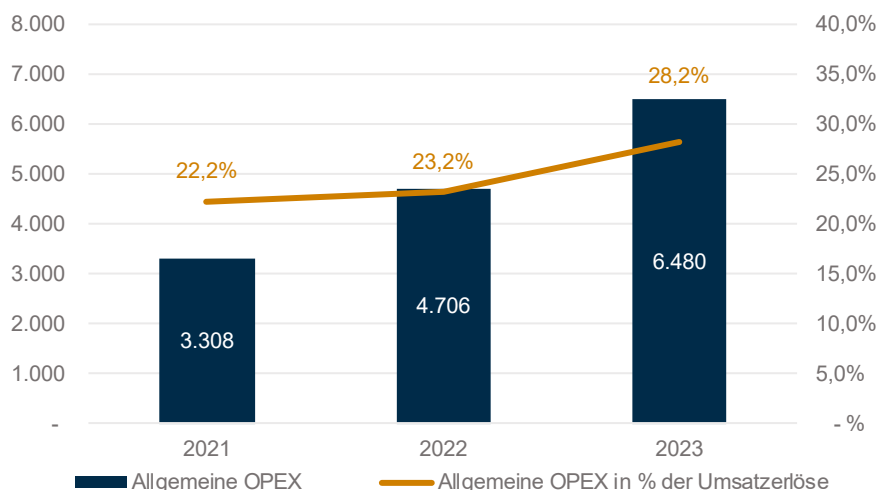
Sonstige Erträge

202 Die sonstigen Erträge i.H.v. TEUR 169 im Jahr 2021 begründen sich im Wesentlichen in Erträgen aus Steuergutschriften und Anpassungen von Verbindlichkeiten aus Vorjahren. Die sonstigen Erträge im Jahr 2022 i.H.v. TEUR 932 lassen sich hingegen im Wesentlichen auf die Auflösung einer Rückstellung für eine Lohnsteuerprüfung sowie für ein arbeitsgerichtliches Verfahren zurückführen. Die daraus entstandenen Kosten erwiesen sich geringer als zunächst angenommen. Die für 2023 erwarteten Sonstigen Erträge sind auf den Verkauf eines Anteils der DISO an der Matica Fintec i.H.v. 9% zurückzuführen. Die daraus entstandenen Erlöse wurden zur Begleichung von Kosten eines arbeitsgerichtlichen Verfahrens genutzt. Im Rahmen der Bereinigungen der historischen Ertragslage hat die Bewertungsgutachterin eine Anpassung der sonstigen Erträge vorgenommen, welche wir nachvollzogen haben, siehe hierzu Abschnitt 0.

Allgemeine OPEX

203 Die nachfolgende Abbildung stellt die OPEX absolut sowie in % der Umsatzerlöse der DISO Gruppe für die Jahre 2021 bis 2023 dar.

Abbildung 18: Allgemeine OPEX (in TEUR) und in % der Umsatzerlöse 2021 bis 2023



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

204 Wie die obige Abbildung 18 darstellt, stiegen die allgemeinen OPEX von TEUR 3.308 im Jahr 2021 auf TEUR 4.706 im Jahr 2022, was einem Anstieg der OPEX in % der Umsatzerlöse von 22,2% auf 23,2% entspricht. Für das Jahr 2023 wird ein weiterer Anstieg auf TEUR 6.480

erwartet, was in einer Steigerung der allgemeinen OPEX auf 28,2% der Umsatzerlöse resultiert.

205 Die nachfolgende Abbildung stellt die Zusammensetzung der Allgemeinen OPEX für die Jahre 2021 und 2022 sowie zum 30. Juni 2023 dar.

Tabelle 4: Zusammensetzung der Allgemeinen OPEX für 2021, 2022 und das H1 2023

TEUR	Ist 2021	Ist 2022	Ist H1 2023	in % H1 2023
Rechts- und Prüfungskosten	(1.518)	(1.642)	(1.536)	40,5%
Management Fee an Oberkonzern	-	(270)	(284)	7,5%
Messen und Vertriebskosten	(42)	(269)	(73)	1,9%
Mieten und Raumkosten	(137)	(251)	(169)	4,5%
Miete, Wartung und Reparatur von BGA	(158)	(113)	(54)	1,4%
Nebenkosten des Vertriebs	(595)	(745)	(206)	5,4%
Reisekosten	(91)	(170)	(76)	2,0%
Kosten der Rechtsform, Hauptversammlung	(71)	(134)	(33)	0,9%
Bankgebühren	(83)	(99)	(15)	0,4%
Versicherungen und Gebühren	(137)	(98)	(83)	2,2%
Kommunikationskosten	(56)	(70)	(87)	2,3%
Sonstige Kosten	(420)	(845)	(1.181)	31,1%
OPEX	(3.308)	(4.706)	(3.797)	100,0%

Quelle: Konzernabschluss DISO-Gruppe 2022, Finanzkennzahlen DISO-Gruppe H1 2023, A&M Analyse

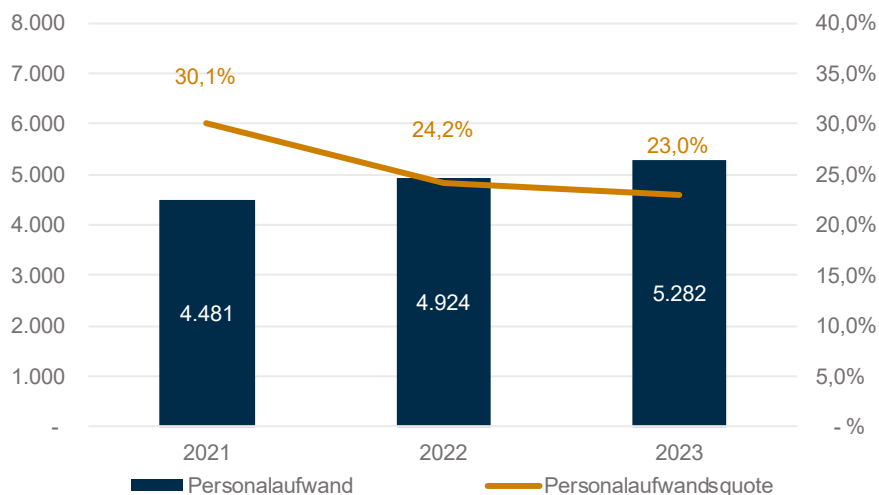
206 Die größte Kostenposition im Bereich der allgemeinen OPEX stellen die Rechts- und Prüfungskosten dar, welche einen Anteil von 40,5% an den gesamten Allgemeinen OPEX in H1 2023 aufwiesen. Der starke Anstieg in dieser Kostenposition in H1 2023 ist der Hauptgrund für den für 2023 erwarteten starken Anstieg der allgemeinen OPEX.

207 Weiterhin sind die Vertriebsaufwendungen im Betrachtungszeitraum stark gestiegen. So näherten sich Reisetätigkeiten der Vertriebs- und Wartungsmitarbeiter in 2022 wieder dem Niveau vor der Pandemie an. Zudem fand eine Ausweitung der Marketing-Aktivitäten statt, wie bspw. die Teilnahme an Kongressen und Werbeveranstaltungen, welche während den Jahren 2020 und 2021 nicht oder nur stark eingeschränkt möglich waren. Ferner stiegen auch die Reisekosten, was sich wiederum erhöhend auf die Allgemeinen OPEX auswirkte.

208 Eine weitere signifikante Kostenpositionen sind zudem die Nebenkosten des Vertriebs, die im Wesentlichen Transport- und Frachtkosten, Zollgebühren sowie Provisionsaufwendungen enthalten. Seit 2022 sind in den OPEX außerdem die Management Fee an den Mutterkonzern Matica Group enthalten und betragen im H1 2023 TEUR 284. Zudem bilden Sonstige Kosten und Services mit TEUR 1.181 bzw. 31,1% der gesamten Allgemeinen OPEX einen signifikanten Bestandteil der Allgemeinen OPEX in H1 2023. Im Wesentlichen begründet sich das in Vorstandsaufwendungen i.H.v. TEUR 599.

209 Die Miet- und Raumkosten sind von TEUR 137 im Jahr 2021 auf TEUR 251 im Jahr 2022 angestiegen. Hintergrund für die hohen Miet- und Raumkosten in H1 2023 i.H.v. TEUR 224 sind vor allem stark gestiegene Heizkosten für die Produktionsgebäude sowie auf die UbiQ entfallende Miet- und Raumkosten.

Abbildung 19: Personalaufwand (in TEUR) und Personalaufwandsquote 2021 bis 2023



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

- 210 Wie die obige Abbildung 19 darstellt, stieg der Personalaufwand von TEUR 4.481 im Jahr 2021 auf TEUR 4.924 im Jahr 2022, was im Wesentlichen durch einen Anstieg der Mitarbeiterzahl begründet war – so stiegen Anzahl der Mitarbeiter (in Vollzeitäquivalenten) von 67 in 2021 auf 72 in 2022. Die Personalaufwandsquote fiel dagegen aufgrund des starken Anstiegs der Umsatzerlöse im gleichen Zeitraum von 30,1% in 2021 auf 24,2% in 2022.
- 211 Für das Jahr 2023 wird ein weiterer Anstieg des absoluten Personalaufwands auf TEUR 5.282 erwartet, während die Personalaufwandsquote auf 23,0% sinken soll. Auch für das Jahr 2023 wird ein Anstieg der Mitarbeiteranzahl erwartet – diese soll auf 76 Vollzeitäquivalente wachsen.
- 212 Der Zuwachs in der Mitarbeiteranzahl in den historischen Jahren ist unter anderem auf die Akquisition der UbiQ zurückzuführen.

4.1.7.4 Abschreibungen und Investitionen

- 213 Da die DISO Gruppe keine größeren Produktionsanlagen oder Fabrikhallen besitzt und auch die Komponenten nicht selbst herstellt, sondern lediglich die Kartendruckgeräte montiert, entfällt nur ein kleiner Teil der Abschreibungen auf Sachanlagen, während sich der Großteil auf Aktivierte Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen bezieht. Diese werden kontinuierlich während des Entwicklungsprozesses aktiviert, die Abschreibung beginnt jedoch erst, sobald das entsprechende Produkts bzw. die entsprechenden Technologie marktreif ist. Daher kann es sein, dass in Jahren, in denen keine neuen Technologien eingeführt wurden, die Abschreibungen entsprechend niedriger als in anderen Jahren ausfallen. Wenn sich ein Produkt bzw. eine Technologie hingegen als nicht für den Markt geeignet herausstellt, werden sämtliche in dem Zusammenhang Aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen unmittelbar abgeschrieben.
- 214 Typischerweise werden Aktivierte Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen über drei bis fünf Jahre abgeschrieben, wohingegen Sachanlagen über fünf bis zehn Jahre abgeschrieben werden.
- 215 Von 2021 auf 2022 reduzierten sich die Abschreibungen von TEUR 1.539 auf TEUR 1.084. Dies ist insbesondere auf eine Reduktion der Abschreibungen von Aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zurückzuführen. Während diese im Jahr 2021 noch TEUR 942 betragen, beliefen sie sich im Folgejahr auf lediglich TEUR 676. Ferner reduzierten sich Abschreibungen auf das Anlagevermögen von TEUR 312 auf TEUR 196, wohingegen Abschreibungen auf Nutzungsrechte von TEUR 285 auf TEUR 211 fielen. Für das Geschäftsjahr 2023 wird eine weitere Reduktion der Abschreibungen auf TEUR 813 erwartet.
- 216 Analog zu den Abschreibungen betreffen die Investitionen im Wesentlichen die Forschung und Entwicklung neuer Produkte. Wie zuvor erläutert werden die personalbezogenen Forschungs- und Entwicklungskosten bei Einführung eines neuen Produkts aktiviert und danach abgeschrieben. Die sonstigen Investitionen in Forschung und Entwicklung werden dagegen

direkt als Aufwand erfasst. Insgesamt betragen die Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte TEUR 923 in 2021 und TEUR 932 in 2022. Für das Jahr 2023 wird mit einem Anstieg der Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte auf einen Wert von TEUR 1.220 gerechnet, welcher i.W. in Verbindung mit der Akquisition der UbiQ steht.

- 217 Die Investitionen in das Sachanlagevermögen fallen vergleichsweise niedrig aus. So betragen diese im Jahr 2021 TEUR 82 und im Jahr 2022 TEUR 110. Für das Jahr 2023 wird auskunftsgemäß nur mit geringen notwendigen Investitionen i.H.v. TEUR 10 in das Sachanlagevermögen gerechnet, da ein vergleichsweise hoher Teil der Sachanlagen erst kürzlich erneuert wurde.

4.1.7.5 Finanzergebnis

- 218 Im Jahr 2021 wurde ein Finanzertrag i.H.v. TEUR 66 erwirtschaftet. Der Finanzaufwand von TEUR 478 im Jahr 2022 ist hauptsächlich auf die Aufnahme von Krediten zur Vermeidung von Liquiditätsgapen während der COVID-19-Pandemie zurückzuführen. Diese Kreditlinien müssen zwischen 2026 und 2028 beglichen werden und resultieren mit TEUR 617 im Jahr 2023 in einem vorläufigen Höhepunkt der Zinszahlungen.

4.1.7.6 Steuern

- 219 Der Steueraufwand entwickelte sich von TEUR 528 im Jahr 2021 auf TEUR 810 im Jahr 2022. Für das Jahr 2023 wird mit Steueraufwendungen i.H.v. TEUR 959 gerechnet. Dies resultierte in einer Steuerquote (auf Grundlage des EBT) von (876,2)% in 2021, 28,7% in 2022 sowie 40,8% in 2023.⁴⁴

4.1.7.7 Jahresüberschuss/-fehlbetrag

- 220 Während der Jahresüberschuss zwischen 2021 und 2022 von TEUR (588) auf TEUR 2.011 stieg, wird für das Jahr 2023 mit einem Ergebnis von TEUR 1.390 gerechnet.
- 221 Der Rückgang des Jahresüberschusses im Jahr 2023 ist i.W. auf im Vergleich zum Umsatz stärker gestiegene Allgemeine OPEX sowie Personalaufwendungen zurückzuführen. Dieser Anstieg ist hauptsächlich durch pandemiebedingte Aufholeffekte, Kosten für Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit der Veräußerung des Operativen Geschäfts der ehemaligen Matica Technologies AG (heutige DISO) und der Tochtergesellschaften im März 2021 sowie die Akquisition der UbiQ begründet.

⁴⁴ Die Steuerquote in 2021 berücksichtigt auch die Steuern auf den positiven Ergebnissen des abgegebenen Geschäftsbereichs und ist demnach verzerrt.

4.1.8 Bereinigte Ertragslage

- 222 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse der DISO Gruppe eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und die Planungsrechnung zu plausibilisieren, hat die Bewertungsgutachterin die historische Ertragslage um nicht nachhaltige sowie einmalige Effekte bereinigt.
- 223 Die Bereinigungen dienen lediglich der Beurteilung der Planzahlen und haben keinen Ergebniseffekt im Rahmen der Bewertungsmethodik.
- 224 Die nachfolgende Tabelle fasst die Bereinigungen im Vergangenheitszeitraum 2021 und 2022 sowie dem Jahr der Hochrechnung 2023 zusammen.

Tabelle 5: Bereinigung der Ertragslage

TEUR	Ist 2021	Ist 2022	HR 2023
Umsatzerlöse	14.900	20.320	22.978
EBITDA vor Bereinigungen	1.413	4.383	3.780
Anpassung von Verbindlichkeiten aus Vorjahren	(21)	-	-
Anpassung einer Verbindlichkeit für die abgeschlossene Lohnsteuerprüfung	-	(599)	-
Auflösung von Rückstellungen	-	(44)	-
Erträge aus Steuergutschriften	(135)	(122)	-
Periodenfremde Erträge	-	(162)	-
Weitere sonstige betriebliche Erträge	(13)	(5)	(946)
Periodenfremde Aufwendungen	62	68	-
Summe Bereinigungen	(107)	(864)	(946)
EBITDA nach Bereinigungen	1.306	3.519	2.834
<i>EBITDA-Marge vor Bereinigungen (in % der Umsatzerlöse)</i>	9,5%	21,6%	16,4%
<i>EBITDA-Marge nach Bereinigungen (in % der Umsatzerlöse)</i>	8,8%	17,3%	12,3%

Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

- 225 Die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Bereinigungen beziehen sich auf die sonstigen Erträge, welche aufgrund ihres einmaligen Charakters angepasst wurden. Des Weiteren wurden periodenfremde Aufwendungen dem EBITDA der jeweiligen Periode hinzugerechnet. Insgesamt haben wir die Bereinigungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Folgende Sachverhalte wurden für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 bereinigt:
- Die Sonstigen Erträge im Jahr 2021 sind im Wesentlichen auf eine Anpassung von Verbindlichkeiten aus Vorjahren i.H.v. TEUR 21 sowie Steuergutschriften i.H.v. TEUR 135 zurückzuführen. Weiterhin wurde eine Anpassung für periodenfremde Aufwendungen i.H.v. TEUR 62 berücksichtigt.
 - Im Jahr 2022 wurden sonstigen Erträge i.H.v. insgesamt TEUR 932 bereinigt. Die Position umfasst im Wesentlichen eine Anpassung einer Verbindlichkeit im Rahmen einer abgeschlossene Lohnsteuerprüfung i.H.v. TEUR 599, Steuergutschriften i.H.v. TEUR 122 und eine Auflösung von Rückstellungen i.H.v. TEUR 44. Außerdem wurden periodenfremde Erträge i.H.v. TEUR 162 sowie periodenfremde Aufwendungen i.H.v. TEUR 68 bereinigt.
 - Die für 2023 erwarteten sonstigen Erträge i.H.v. TEUR 946 sind im Wesentlichen auf den Verkauf eines Anteils der DISO an der Matica Fintec i.H.v. rd. 9% zurückzuführen. Die daraus entstandenen Erlöse wurden zur Begleichung von Kosten eines arbeitsgerichtlichen Verfahrens genutzt.
- 226 In 2021 verringert sich durch die Bereinigung die EBITDA-Marge in % der Umsatzerlöse geringfügig von 9,5% auf 8,8%. Die angefallenen Sonstigen Erträge sind in den Jahren 2022 und 2023 wesentlich höher, weswegen sich auch die EBITDA-Marge im Zuge der Bereinigung jeweils um rd. vier Prozentpunkte von 21,6% auf 17,3% (2022) bzw. von 16,4% auf 12,3% (2023) verringert.

4.1.9 Zwischenergebnisse

227 Zur Einordnung der Ertragslage der DISO Gruppe bis zum Bewertungsstichtag stellen wir in der nachfolgenden Tabelle die Halbjahresergebnisse (H1) sowie die ersten drei Quartale (Q1-Q3) des Jahres 2023 der Hochrechnung für das Jahr 2023 gegenüber.

Tabelle 6: DISO Gruppe – Zwischenergebnisse H1 2023 und Q1-Q3 2023

TEUR	Ist	Ist	HR
	H1 2023	Q1-Q3 2023	GJ 2023
Umsatzerlöse	11.439	17.201	22.978
<i>In % der HR GJ 2023</i>	49,8%	74,9%	100,0%
EBITDA	2.246	3.349	3.780
<i>In % der Umsatzerlöse</i>	19,6%	19,5%	16,4%
<i>In % der HR GJ 2023</i>	59,4%	88,6%	100,0%
EBIT	1.803	2.932	2.966
<i>In % der Umsatzerlöse</i>	15,8%	17,0%	12,9%
<i>In % der HR GJ 2023</i>	60,8%	98,8%	100,0%

Quelle: Management-Informationen, A&M Analyse

228 Wie die obige Tabelle 6 darstellt, wurden zum Ende des dritten Quartals 74,9% der Umsatzerlöse der Hochrechnung erzielt, jedoch bereits 88,6% des EBITDA und 98,8% des EBIT.

229 Das vergleichsweise hohe EBITDA ist unter anderem auf niedrigere Umsatzkosten zurückzuführen, welche sich im laufenden Geschäftsjahr zum 30. September 2023 nur auf 72,6% der in der Hochrechnung angesetzten Umsatzkosten beliefen.

230 Ferner wurden bereits 99,5% der Sonstigen Erträge erzielt. Da diese fast ausschließlich auf den Verkauf eines Anteils der DISO an der Matica Fintec i.H.v. 9% zurückzuführen sind, ist eine Steigerung dieser Position im vierten Quartal nicht zu erwarten.

231 Zudem sind zum 30. September 2023 erst 56,9% der für das Gesamtjahr 2023 erwarteten Miet- und Raumkosten angefallen. Dies lässt sich primär auf stark gestiegene Heizkosten für die Produktionsgebäude sowie auf die UbiQ entfallende Miet- und Raumkosten zurückführen.

232 Auf Ebene des EBIT kommt zudem hinzu, dass die Abschreibungen zum 30. September 2023 erst 51,2% der für das Gesamtjahr 2023 prognostizierten Abschreibungen betragen. Inwieweit die Hochrechnung unter Berücksichtigung aller Umstände angepasst werden muss, wird im Rahmen der Stichtagserklärung berücksichtigt.

4.1.10 Vergleichbare Unternehmen

- 233 Die Identifikation von Vergleichsunternehmen (sog. „Peer Group“) ist essentieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung.
- 234 So hat die Bewertungsgutachterin eine Peer Group etwa zur Kapitalkostenbestimmung für Zwecke der Risikoeinschätzung der zu erwartenden Zahlungsströme der Bewertungsobjekte bestimmt, wie auch zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft über marktorientierte Bewertungsverfahren.
- 235 Entsprechend des Beschlusses des Landgericht Stuttgart über unsere Bestellung werden im Folgenden Feststellungen zur Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group aufgeführt.
- 236 In unserer in Abschnitt 0 anschließenden Angemessenheitsprüfung der durch die Bewertungsgutachterin ermittelten Abfindung nehmen wir diese wesentliche Fragestellung erneut auf.

4.1.10.1 Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

Vorgehensweise und Auswahl durch A&M

- 237 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche, mit einer ähnlichen Produkt- und Marktstruktur in Frage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren.
- 238 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie den Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsennotierten Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.
- 239 Werden die Kriterien sehr eng gesetzt, so ergeben sich meistens sehr kleine Gruppen von oft recht gut vergleichbaren Unternehmen, während bei breit ausgelegten Kriterien der Umfang der Peer Group auf Kosten der Vergleichbarkeit erhöht wird.
- 240 Zur eigenen Feststellung börsennotierter Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum sind wir nach folgenden qualitativen und quantitativen Kriterien vorgegangen. Vorweg sei festgehalten, dass wir uns nicht auf eine geographische Region beschränken, da die DISO bzw. Matica Fintec ein international tätiges Unternehmen ist und Umsätze in allen wesentlichen Märkten generiert (siehe hierzu Abschnitt 4.1.3).
- 241 Ausgehend von am Kapitalmarkt notierten Unternehmen haben wir im ersten Schritt solche mit dem qualitativen Kriterium der operativen Vergleichbarkeit identifiziert. So haben wir die Liste potentieller Vergleichsunternehmen auf solche beschränkt, die in derselben Branche wie die Bewertungsobjekte operieren. Produzierende Unternehmen von ID-Kartendruckern und zentralen Ausgabesystemen lassen sich jedoch nicht eindeutig einer einzelnen Industrie zuordnen. Nach einer ersten, groben Recherche auf der Plattform des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence konnten wir feststellen, dass potentielle Vergleichsunternehmen in den von S&P Global Market Intelligence klassifizierten Industrien *Industrial Machinery and Supplies and Components*, *IT Consulting and Other Services*, *Technology Hardware*, *Storage and Peripherals*, *Electronic Equipment*, *Instruments and Components* sowie *Semiconductors and Semiconductor Equipment* operieren. Die resultierende Anzahl an börsennotierten Unternehmen nach Berücksichtigung dieser Industrieklassifikationen beträgt 11.340.
- 242 Davon ausgehend haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, deren Geschäftsmodell im weiteren Sinne mit Plastikkarten, Personalausweisen oder Zahlungskarten in Verbindung steht. Daher haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, bei denen in ihrer Geschäftsbeschreibung mindestens eines der folgenden Worte vorkommt: *ID Security*, *Smart Card*, *Plastic Card*, *e-ID*, *Identity*, *National ID*, *Secure ID* oder *EMV*. EMV steht hierbei für die drei Gesellschaften Europay International SA, Mastercard Incorporated und VISA Inc. und

beschreibt einen Standard für Kredit- und Debitkarten. Durch diesen Filterschritt reduziert sich die Anzahl an potentieller Vergleichsunternehmen auf 216.

- 243 Zur Erfüllung der quantitativen Kriterien haben wir nur Unternehmen berücksichtigt, die zum Bewertungsstichtag über eine Marktkapitalisierung von mindestens EUR 30,0 Mio. verfügen. Die 30,0 Mio.- Grenze wurde gewählt, da die Aussagekraft von Aktienkursen auch durch die Höhe der zugrundeliegenden Marktkapitalisierung beeinflusst wird. Je geringer die Marktkapitalisierung ist, desto weniger wird das entsprechende Unternehmen in der Regel am Kapitalmarkt gehandelt und desto weniger werden die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen im Aktienkurs widergespiegelt. Das gleiche Prinzip gilt ebenfalls für einen zu geringen Streubesitz. Befindet sich nur ein kleiner Anteil der insgesamt ausstehenden Aktien eines Unternehmens im Streubesitz, so wird die wirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen nur unzureichend im Aktienkurs reflektiert. Daher wurden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die einen Streubesitzanteil von mehr als 20% aufweisen. Nachdem wir diese Unternehmensmindestgröße definiert haben, beschränkt sich die Liste potentieller Vergleichsunternehmen auf 136.
- 244 Da der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des Bewertungsobjekt auf die Herstellung von Kartendruckern liegt, wurden in einem nächsten Schritt nur Unternehmen berücksichtigt, die vergleichbare Produkte herstellen oder vertreiben. Hierdurch reduzierte sich die Liste potentieller Vergleichsunternehmen auf sieben.
- 245 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit der Vergleichsunternehmen zur Ableitung eines Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Daher haben wir in einem letzten Schritt die sieben Unternehmen hinsichtlich ihrer Liquiditätskennzahlen analysiert, um eine Effizienz der Informationsverarbeitung in den Aktienkursen sicherzustellen. Hierbei wurden Unternehmen ausgeschlossen, die eine Geld-Brief-Spanne (auch Bid-Ask-Spread genannt) von über 1,25%⁴⁵ aufweisen. Außerdem wurden keine Unternehmen berücksichtigt, die über alle Berechnungsmethoden hinweg einen insignifikanten Betafaktor aufweisen. Nach diesem Filterschritt umfasst unsere Peer Group drei Vergleichsunternehmen.

Prüfung der Peer Group der Bewertungsgutachterin

- 246 Wir haben die Auswahl der Vergleichsunternehmen durch die Bewertungsgutachterin detailliert nachvollzogen. Unsere eigenen Recherche- und Analyseschritte hinsichtlich vergleichbarer Unternehmen ergaben jedoch eine abweichende Peer Group. Daher wird im Folgenden die Vorgehensweise und Auswahl der Vergleichsunternehmen durch die Bewertungsgutachterin kurz erläutert.
- 247 Die vorgenommenen Filterungsschritte durch die Bewertungsgutachterin sind im Wesentlichen mit unserer Vorgehensweise vergleichbar. Im Gegensatz zu unserer Vorgehensweise berücksichtigt die Gutachterin jedoch nicht nur Unternehmen, die Kartendrucker herstellen oder vertreiben, sondern zieht auch Unternehmen in Betracht, die in der Wertschöpfungskette nachgelagert sind und sich auf die Produktion von ID- und Zahlungskarten spezialisieren. Darüber hinaus wurde ein Unternehmen einbezogen, das Kartenleser und RFID-Tags produziert. Diese Produkte finden unter anderem Verwendung bei der Herstellung von NFC-Karten. Insgesamt umfasst die von der Bewertungsgutachterin definierte Peer Group somit sechs Unternehmen.
- 248 Wir haben die Auswirkungen der durch die Bewertungsgutachterin zusammengesetzten Peer Group auf die ermittelte Ausgleichszahlung analysiert und haben festgestellt, dass die Erweiterung der Peer Group um Kartenproduzenten und einen Hersteller von RFID-Tags keine nachteiligen Effekte für die Aktionäre der DISO nach sich zieht. Vielmehr zeigt sich, dass der durchschnittliche unverschuldete Betafaktor der erweiterten Peer Group geringer ist, als der durchschnittliche unverschuldete Betafaktor einer Peer Group, die ausschließlich Unternehmen umfasst, die Kartendrucker herstellen oder vertreiben. Somit wirkt sich eine erweiterte Peer Group werterhöhend auf die Ausgleichszahlung aus. Im Folgenden wird auf erweiterte Peer Group der Bewertungsgutachterin beschrieben.

⁴⁵ 1,25% als Obergrenze - LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht).

4.1.10.2 Peer Group-Übersicht

Datasonic Group Berhad (A&M, PwC)

249 Die Datasonic Group Berhad ist eine Investmentholdinggesellschaft und bietet maßgeschneiderte Software- und Hardwarelösungen für die Herstellung von IDs und Smart Cards an. Das Produktportfolio umfasst zentrale Kartenausgabegeräte für mittlere Volumen aber auch kleinere Desktoplösungen. Außerdem bietet das Unternehmen Ausweis- und Sicherheitsdokumente, Grenzkontrollsysteme, Terminals sowie die Personalisierung von Kredit- und Debitkarten an. Die Datasonic Group Berhad erwirtschaftet alle ihre Umsätze in Malaysia.

Zebra Technologies Corporation (A&M, PwC)

250 Zebra Technologies Corporation bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften automatisierte Identifikations- und Datenerfassungslösungen an. Das Segment Asset Intelligence & Tracking (AIT) umfasst Drucker zur Herstellung von Plastikkarten und Etiketten. Das Produktportfolio von Kartendruckern umfasst neun Desktopdrucker für verschiedene Zwecke. Neben Druckern bietet das Unternehmen außerdem Barcode-Scanner, RFID-Lesegeräte, industrielle Bildverarbeitungskameras sowie Lösungen zur Workflow-Optimierung im Segment Enterprise Visibility & Mobile Segment (EVM) an. Zebra Technologies Corporation wurde 1969 gegründet und hat ihren Sitz in Lincolnshire, Illinois.

IDP Corp., Ltd. (A&M, PwC)

251 IDP Corp., Ltd. entwickelt und produziert Ausweiskartendrucker. Das Unternehmen bietet Farbstoff-Sublimationsdrucker für Ausweiskarten an, die eine effiziente Produktion von Plastikkarten für kommerzielle und staatliche Anwendungen ermöglichen. Das Unternehmen bietet auch Verbrauchsmaterialien an, darunter Farb- und Monobänder, Sicherheitslamine, Reinigungskits, Karten und Farbbandschredder sowie Plastikkartendruck-, Laminierungs-, Wiederbeschreibungs- und Kodierungstechnologien für Drucker. Das Unternehmen bietet ihre Produkte im Bildungs-, Finanz-, Staats- und Transportsektor an. IDP Corp., Ltd. wurde 2005 gegründet und hat ihren Sitz in Seoul, Südkorea.

Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. (PwC)

252 Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. bietet diverse Kartenprodukte an. Darunter fallen Kredit- und Debitkarten, Sozialversicherungskarten, Gesundheitskarten, Kommunikations-Chipkarten sowie Verkehrs-Chipkarten. Außerdem bietet das Unternehmen Terminalprodukte und mobile Kartenlesegeräte an. Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. wurde 1993 gegründet und hat ihren Sitz in Wuhan, China.

BioSmart Co., Ltd. (PwC)

253 BioSmart Co., Ltd. produziert und vertreibt Magnetstreifenkarten primär in Südkorea. Zu den Magnetstreifenkarten des Unternehmens gehören im Wesentlichen Kreditkarten, Chipkarten, und Sicherheitskarten. Außerdem bietet das Unternehmen Kartenausgabedienste an, die die Personalisierung von Magnetstreifen umfassen. BioSmart Co., Ltd. wurde 1971 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Seoul, Südkorea.

Identiv, Inc. (PwC)

254 Die Identiv, Inc. Bietet verschiedene Sicherheitstechnologien in Nord- und Südamerika, Europa, dem Nahen Osten und dem asiatisch-pazifischen Raum an. Das Produktportfolio umfasst Produkte und Lösungen im Bereich der Cybersicherheit und Gebäudesicherheit. Eine Vielzahl der Produkte basieren auf der RFID-Technologie für Sender-Empfänger-Systeme zum automatischen und berührungslosen Identifizieren und Lokalisieren von Objekten mit Radiowellen. Das Unternehmen wurde 1990 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Fremont, Kalifornien.

Übersicht der Vergleichsunternehmen

255 Ein Überblick über die Vergleichsunternehmen und das Bewertungsobjekt mit ihren wesentlichen Finanzkennzahlen ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 7: Peer Group im Vergleich zu dem Bewertungsobjekt

EUR Mio.	Hauptsitz	LTM Umsatz	LTM EBITDA	LTM EBITDA
Vergleichsunternehmen				
Datasonic Group Berhard	Malaysia	72	26	21
Zebra Technologies Corporation	Vereinigte Staaten	4.798	891	723
IDP Corp., Ltd.	Südkorea	28	6	5
Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd.	China	226	10	6
BioSmart Co., Ltd.	Südkorea	317	18	10
Identiv, Inc.	Vereinigte Staaten	110	(0)	(2)
Bewertungsobjekt				
DISO Verwaltungs AG ¹	Deutschland	23	3	2

Quelle: S&P Capital IQ, Unternehmensinformationen, A&M Analyse

¹ Für die DISO wurde anstelle von LTM-Finanzkennzahlen die Hochrechnung für das GJ 2023 zugrundegelegt. Das EBITDA und EBIT sind bereinigt um die sonstigen Erträge durch den Verkauf der Anteile an der Matica Fintec.

4.2 Prüfung der Angemessenheit der Abfindung

4.2.1 Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG

256 Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen des außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Weiterhin schreibt der § 305 Abs. 3 Satz 2 vor, dass die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen muss. Im Falle des Beherrschungsvertrags zwischen Matica Group und DISO sieht der Entwurf des Vertrags eine Abfindung von EUR 0,86 vor.

257 Die Abfindung wird entweder anhand des Börsenkurses oder anhand einer Unternehmensbewertung abgeleitet. Im Folgenden wird die Angemessenheit von unterschiedlichen Bewertungsmethoden zur Ermittlung der Abfindung diskutiert.

4.2.2 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung

258 Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer („IDW“), insbesondere in dem „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ („IDW S 1“), gefunden.

4.2.2.1 Anwendbarkeit von Börsenkursen

259 Der IDW S 1 beschreibt in Tz. 16, dass z.B. bei Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln ist.

260 So darf nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („BVerfG“) und des Bundesgerichtshofs („BGH“) zu – an einem organisierten Kapitalmarkt – börsennotierten Aktiengesellschaften die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des BVerfG vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.).

261 Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

262 Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung („AngVO“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt.

263 Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, sodass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne die Maßnahme widerspiegelt.

264 Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.

265 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):

- Über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
 - Der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
 - Eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.
- 266 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).
- 267 Ferner besagt § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO, dass der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann anwendbar ist, wenn mindestens eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist:
- Es konnte an mindestens zwei Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
 - Es bestehen im Betrachtungszeitraum nicht bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.
- 268 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W5/15).
- 269 In seinem aktuellen Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, hat der BGH klargestellt, dass der Börsenkurs (allein) eine geeignete Grundlage darstellen kann, um die Barabfindung nach § 305 AktG und den Ausgleich nach § 304 AktG zu bestimmen. Somit wird in diesem Urteil dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Barabfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Marktenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO. Als zentrales Kriterium für die Ableitung des Unternehmenswerts aus dem Börsenkurs wird für den konkreten Fall eine effektive Informationsbewertung durch den Markt gefordert, weil nur unter dieser Bedingung eine Verbindung zwischen dem „wahren“, „wirklichen“ Wert der Beteiligung und dem Börsenkurs besteht. Für eine solche Analyse wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt. Zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses sind neben der oben erwähnten Analyse der Verkehrsfähigkeit der Aktie umfangreiche Untersuchungen der vorhandenen Informationsbasis und des Informationsflusses sowie eine tiefgehende Analyse der Aktienliquidität notwendig.

4.2.2.2 Anwendbarkeit des Ertragswertverfahrens

- 270 Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren. Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.⁴⁶
- 271 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (vgl. Abschnitt 4.2.2.4).⁴⁷
- 272 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose

⁴⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 25.

⁴⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).

- 273 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden. Bei der direkten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse um die Fremdkapitalkosten vermindert und danach in einem Schritt diskontiert. Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.
- 274 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass unsere Prüfung die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 zugrunde legt, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

Vorgehensweise einer Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

- 275 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.⁴⁸ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.⁴⁹
- 276 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert in der Regel auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 277 Für den Fall, das sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 278 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass die sich die jährlichen Überschüsse konstant oder konstant wachsend verhalten.⁵⁰
- 279 Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.
- 280 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.

⁴⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁴⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁵⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

281 Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

282 Sollten Sachverhalte im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, so sind diese gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.

283 Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte als Sonderwert ermittelt werden. Die Berücksichtigung von Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

4.2.2.3 Anwendbarkeit des vergleichsorientierten Multiplikator-Bewertungsverfahrens

284 Neben der Anwendbarkeit des Ertragswerts und von Börsenkursen findet die Ermittlung von Unternehmenswerten mit Hilfe der Multiplikator-Methode Anwendung.

285 Analog zu Ertragswert- und DCF-Methode können sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

286 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend der Grundsätze des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode im Rahmen unserer Prüfung lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertungsgutachterin im Zusammenhang mit ihrer Bewertung nach der Ertragswert-Methode.⁵¹

287 Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen im Transaktionsgeschäft eine wesentliche Grundlage zur Ableitung eines potenziellen Transaktionspreises dar.

288 Unsere Prüfung unterscheidet Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren:

Börsenmultiplikatoren

289 Während bei der Ertragswertmethode die erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer Ertragsgröße eines Basisjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag einerseits im Multiplikator sowie andererseits in der abgeleiteten Umsatz- oder Ergebnisgröße, welche im Vergleich zu der verwendeten Peer Group ein repräsentatives Niveau widerspiegelt.

290 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren. Für die Multiplikatorbewertung legen wir daher die zuvor beschriebene Gruppe aus Vergleichsunternehmen sowie die Konsensschätzungen der Ergebnis- und weiterer Bezugsgrößen durch die Analystengemeinde zugrunde.

291 Unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit der Bewertungsobjekte stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren auf den EBITDA als Bezugsgröße ab.

⁵¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

292 Im ersten Schritt führen wir eine Plausibilisierung des Ertragswertes mithilfe von *EV/EBITDA-Multiplikatoren* durch. Hierbei werden die Gesamtunternehmenswerte der Vergleichsunternehmen in Relation zu den prognostizierten zukünftigen EBITDA-Werten gesetzt.

Transaktionsmultiplikatoren

293 Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der bei vergleichbaren Transaktionen gezahlte Kaufpreis – anstelle der Marktkapitalisierung (bzw. des auf dieser Basis ermittelten Unternehmensgesamtwerts) – ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt.

294 Im Rahmen der Analyse der auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge für bspw. sog. Übernahmeprämien enthalten. Dies ist in der Praxis häufig beobachtbar, lässt sich jedoch in der Regel nicht einzeln quantifizieren oder separieren.

295 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – insbesondere gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem ist im vorliegenden Falle auch die Möglichkeit von Marktverzerrungen und eine unzureichende Informationslage nicht auszuschließen.

4.2.2.4 Anwendbarkeit des Liquidations- und Substanzwertverfahrens

296 Im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren stellen Liquidationswerte und Substanzwerte sog. Einzelbewertungsverfahren dar. Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen.

297 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.⁵²

298 Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.

299 Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem 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). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotenzials zum Gesamtnutzungs- potenzial ergeben (Rekonstruktionszeitwert).

300 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird i.d.R. ein Substanzwert i.S. eines (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-

⁵² Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140f.

) Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.⁵³

301 Liquidations- oder Substanzwerte werden im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.

4.2.3 Würdigung der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

302 Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Bestimmung des Unternehmenswerts der DISO eine Ertragswertberechnung unter der Berücksichtigung der Maßgaben des IDW S1 durchgeführt.

303 Zusammenfassend halten wir die von der Bewertungsgutachterin angewendete Ertragswertmethode zur Ableitung der angebotenen Abfindung und des Ausgleichs für angemessen im Sinne des §293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 AktG.

304 Im vorliegenden Fall konnte infolge der fehlenden Verkehrsfähigkeit des Börsenkurses dieser weder zu Zwecken der Bestimmung einer Wertuntergrenze und damit auch nicht zur Bewertung herangezogen werden.

305 Die von der Bewertungsgutachterin unter Rückgriff auf Multiplikatorverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte dienen im vorliegenden Fall lediglich Plausibilisierungszwecken.

⁵³ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

4.2.4 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung

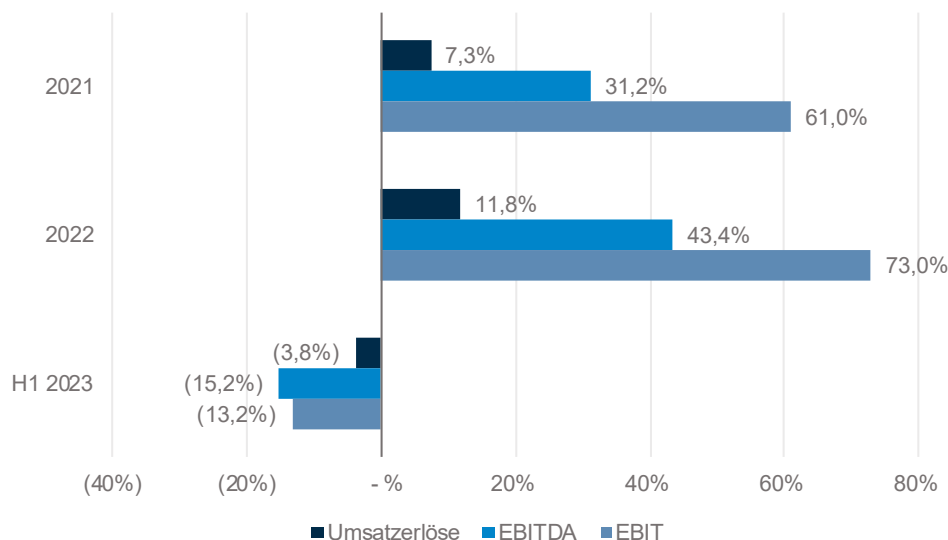
- 306 Die Planung umfasst eine Plan-GuV sowie die Planung von Investitionen, Abschreibungen, Umlaufvermögen und einen Finanzplan. Die Planung wird separat für die DISO, die Matica Fintec und die UbiQ erstellt und anschließend konsolidiert. Die Planungsrechnung wird in der Währung Euro erstellt. Ausgangspunkt sind die Zahlen des internen Rechnungswesens („Management Financials“).
- 307 Der Planungsprozess beginnt typischerweise zusammen mit der Budgetplanung im Oktober eines Jahres vor dem zu budgetierenden Jahr / ersten Planjahr. Der Planungsprozess wird typischerweise nach drei bis vier Monaten abgeschlossen. Dabei umfasst die Planungsrechnung eine Budgetplanung für das Folgejahr und daraus abgeleitet eine Mittelfristplanung für vier weitere Geschäftsjahre. Außergewöhnliche Ereignisse, wie bspw. die COVID-19-Pandemie oder die Akquisition der UbiQ, können den Planungsprozess jedoch deutlich verzögern bzw. verlängern. So wurde der vorliegende Businessplan erst zum Ende der ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2023 fertiggestellt.
- 308 Die Umsatzplanung erfolgt durch die Vertriebsverantwortlichen; die Aufwendungen werden durch die jeweiligen Kostenstellen geplant.
- 309 Die Planung zukünftiger Geschäftsjahre setzt dabei auf der historischen sowie budgetierten GuV auf. Ferner finden die beobachtete Marktentwicklung, die zur Verfügung stehenden Ressourcen sowie die Kostenstrukturen in den einzelnen Produktsegmenten Berücksichtigung.
- 310 Für die Umsatzplanung werden das erwartete Absatzvolumen sowie die durchschnittlichen Verkaufspreise je Produktfamilie auf Basis von abgeschlossenen Verträgen, laufenden Ausschreibungsverfahren sowie erwarteter Ausschreibungsverfahren prognostiziert. Zudem wird dabei auf Informationen der Vertriebssteams zurückgegriffen, welche historische und potentielle zukünftige Marktentwicklungen analysieren und die dafür notwendigen Produkteigenschaften identifizieren.
- 311 Für die Planung der Umsatzkosten werden auf Basis der erwarteten Absatzmenge die durchschnittlichen Herstellungskosten je Produktfamilie bestimmt. Hierbei wird angenommen, dass sich Steigerungen der Umsatzkosten parallel zu den geplanten Absatzpreissteigerungen entwickeln und die Kostenquote in der Folge konstant bleibt. Für das Segment Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen werden die historischen Umsatzkosten fortgeschrieben. Abweichungen in der Umsatzkostenquote zwischen verschiedenen Perioden sind in der Regel primär auf Veränderungen im Produktmix zurückzuführen.
- 312 Die Planung des Personalaufwands basiert auf einer geplanten Personalaufwandsquote, welche im Wesentlichen unter Berücksichtigung der historischen Personalaufwendungen und dem erwarteten Absatzvolumen ermittelt wird. Anschließend wird der Personalaufwand auf Basis der benötigten Ressourcen auf die einzelnen Abteilungen allokiert.
- 313 Die Planung der restlichen GuV-Positionen erfolgt auf Basis der historischen Entwicklung sowie einer Trendanalyse, welche die von den einzelnen Abteilungen zur Verfügung gestellten Informationen hinsichtlich der anfallenden Aufwendungen einbezieht.
- 314 Das Budget sowie der Businessplan werden abschließend dem Vorstand vorgelegt und von diesem freigegeben bzw. abgelehnt. Zudem wird das Budget zwar mit dem Aufsichtsrat diskutiert, eine Freigabe durch den Aufsichtsrat ist jedoch nicht erforderlich.
- 315 Die vorliegende Planung umfasst die Hochrechnung für das Jahr 2023 sowie die Planjahre 2024 bis 2027. Abweichungen vom Planungsprozess der Vorjahre bestehen im Wesentlichen darin, dass der Bereich Sonstige Hardware nicht mehr in der Planung berücksichtigt werden musste, da in diesem Bereich nur bis einschließlich 2022 Umsätze generiert wurden. Die Umsätze im Bereich der sonstigen Hardware entfielen auf Umsätze mit Druckern, welche von einem Berliner OEM-Zulieferer produziert wurden. Mit der Insolvenz des OEM-Produzenten im Jahr 2022 entfielen diese Umsätze.
- 316 Nach Akquisition der UbiQ im Juli 2022 wurde diese erstmals in der Planung der DISO Gruppe berücksichtigt. Die strategische Überlegung hinter der Akquisition der UbiQ ist die zukünftige Positionierung von DISO bzw. Matica Fintec als integrierter Anbieter von Hard- und

- Softwarelösungen. Das geplante Wachstum der UbiQ basiert im Wesentlichen auf der Annahme, dass die zuvor erwähnte Integration von Hard- und Software erfolgreich gelingt.
- 317 Eine Schwierigkeit im Planungsprozess, insbesondere mit Blick auf die Umsatzplanung, stellt die Tatsache dar, dass das Geschäft der DISO Gruppe stark projektgetrieben ist und die abgesetzten Mengen der einzelnen Produkte von Jahr zu Jahr signifikant variieren können. Aus diesem Grund wird auch keine Planung auf Kundenebene angefertigt. Ausnahmen gelten für bereits gesicherte Aufträge und Ausschreibungsverfahren. Ferner dauert es im Schnitt vier bis acht Wochen vom Eingang der Bestellung bis zur finalen Auslieferung. Somit eignet sich die aktuelle Auftragslage nicht als zuverlässiger Indikator für die langfristige Planung, da sich nur bedingt Rückschlüsse auf die Projektlage in den kommenden Jahren ziehen lassen.
- 318 Zudem können neu eingeführte Produktfamilien in den ersten Jahren potentiell nachträgliche Fehlerbehebungen und Feinjustierung benötigen, was die Auslieferung entsprechend verzögert und eine präzise Planung zusätzlich erschwert.
- 319 Ein weiteres zentrales Hindernis im Planungsprozess sind Schwierigkeiten im Hinblick auf die Lieferung von zur Produktion benötigten Komponenten. Die in den letzten Jahren weltweit beobachtbaren Lieferkettenprobleme haben auch eine negative Auswirkung auf die Beschaffungssituation und die Komponentenverfügbarkeit bei DISO. Daher stiegen auch die Vorlaufzeiten vergleichsweise stark an. Die in der Produktion benötigten Komponenten weisen in der Regel einen hohen Grad an Individualisierung und technischer Komplexität auf. Da die von der DISO-Gruppe abgenommenen Mengen jedoch häufig eher gering ausfallen, gestaltet es sich für die Gesellschaft unter Umständen schwierig, ausreichend Komponenten für die Produktion zu beschaffen. Sind die benötigten Komponenten jedoch vergleichsweise stark standardisiert und dementsprechend auch durch größere Marktteilnehmer mit höheren Bestellvolumina stark nachgefragt, werden letztere oft von den Lieferanten zum Nachteil der DISO Gruppe priorisiert. Die DISO Gruppe versucht daher, den Anteil der standardisierten Komponenten und die Verwendung dieser in möglichst vielen Produktfamilien voranzutreiben. Die Planungserstellung ist aus den vorgenannten Gründen erschwert.

4.2.5 Analyse der Planungstreue

- 320 Zur Beurteilung der Planungsgenauigkeit hat die Bewertungsgutachterin eine Analyse der Planungstreue der Matica Fintec durchgeführt. In Rahmen dieser Analyse wurde ein Plan-Ist-Vergleich für die Geschäftsjahre 2021 bis H1 2023 vorgenommen.
- 321 Im Ergebnis der Analyse der Planungstreue gelangt die Bewertungsgutachterin zur Schlussfolgerung, dass Abweichungen in den historischen Planungen in der Gesamtschau nachvollziehbar und plausibel sind und die historische Planungsgenauigkeit keine wesentlichen Anhaltspunkte für eine systematische Über- oder Unterschätzung der Ergebnisgrößen erkennen lässt.
- 322 Im Rahmen unserer Prüfung haben wir zur Beurteilung der Planungsgenauigkeit die von der Bewertungsgutachterin angefertigten Analyse der Planungstreue nachvollzogen und für die Geschäftsjahre 2021, 2022 sowie H1 2023 ebenfalls einem Plan-Ist-Vergleich unterzogen. Dieser ist nachfolgend dargestellt. Insgesamt haben sich beim Vergleich der von der Bewertungsgutachterin vorgelegten Analyse zur Planungstreue sowie unserem Plan-Ist-Vergleich keine Beanstandungen ergeben.
- 323 Durch die Veräußerung der Tochtergesellschaften Matica Corp., Matica Dubai, Matica Beijing und Matica Malaysia sowie des operativen Geschäfts der ehemaligen Matica Technologies AG (heutige DISO) zum 31. März 2021 und der Akquisition der UbiQ im Juli 2022 wäre die Aussagekraft eines Plan-Ist-Vergleichs auf Ebene der DISO-Gruppe eingeschränkt. Daher beziehen sich die nachfolgenden Analysen zur Planungstreue ausschließlich auf die Matica Fintec.
- 324 Basis unserer Analyse bilden dabei die jeweils im Vorjahr angefertigten Budgets für die zuvor genannten Geschäftsjahre.
- 325 Die nachfolgende Abbildung stellt die durchschnittliche prozentuale Abweichung der tatsächlich eingetretenen Ergebnisse von den geplanten Ergebnissen dar. Positive Abweichungen bedeuten, dass die tatsächlich eingetretenen Werte die geplanten übertroffen haben, während negative Abweichungen bedeuten, dass die tatsächlich eingetretenen Werte unterhalb des Budgets lagen.

Abbildung 20: Analyse der Planungstreue für die Geschäftsjahre 2021 bis H1 2023 (unbereinigt)



Quelle: Managementinformationen, A&M-Analyse

- 326 Wie in der obigen Abbildung dargestellt, lagen die historisch erzielten Umsätze in den Jahren 2021 sowie 2022 mit 7,3% bzw. 11,8% moderat oberhalb des Budgets. Für 2021 ist dies vor allem durch den Bereich Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen bedingt. Während der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 haben viele Kunden von Neuanschaffungen von Maschinen abgesehen und stattdessen vorhandene Maschinen weiterverwendet. Dies führte zu einem erhöhten Wartungsbedarf und in der Folge zu einer gestiegenen Nachfrage

nach Ersatzteilen im Folgejahr. Zudem haben viele Kunden die Anzahl ihrer technischen Mitarbeiter reduziert, was in einer größeren Nachfrage nach technischen Dienstleistungen durch externe Anbieter resultierte. Der höhere Umsatz 2022 ist i.W. durch die Neueinführung der S7000JET Familie bedingt, bei der die tatsächliche Nachfrage die ursprünglichen Erwartungen überstieg.

- 327 Die Abweichung des EBITDA im Vergleich zu den Umsätzen verstärkt sich, da die Umsatzkosten im Jahr 2021 und 2022 aufgrund eines anderen Produktmix unterhalb des budgetierten Betrags lagen bzw. nicht in gleichem Maße wie die Umsätze höher als der budgetierte Betrag waren. Dies trifft ebenso auf die Personalkosten zu, welche 2021 lt. Management aufgrund von Effizienzsteigerungen unterhalb des budgetierten Betrags lagen.
- 328 Die Abweichungen des EBIT im Jahr 2021 und 2022 fallen noch stärker aus als die des EBITDA. Dies ist zum einen dadurch bedingt, dass das EBIT eine kleinere Bezugsgröße als das EBITDA darstellt, weswegen absolute Beträge prozentual größere Auswirkungen haben. Zudem wurden insbesondere im Jahr 2022 die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte überschätzt, welche den Großteil der in der GuV verzeichneten Abschreibungen ausmachen.

H1 2023

- 329 Die leicht geringeren tatsächlichen Umsätze in H1 2023 sind darauf zurückzuführen, dass der Umsatz der neuen S7000JET Familie nach anfänglich starker Nachfrage im Vorjahr etwas hinter den Erwartungen zurückblieb. Ferner enthielt das Budget für H1 2023 keine Lizenzgebühren, weswegen die prozentuale Abweichung auf EBITDA-Ebene stärker ausfällt als auf Ebene des Umsatzes. Dass sich die Abweichung auf EBIT-Ebene verringert, liegt daran, dass wie schon im Vorjahr die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte überschätzt wurden.

Gesamtwürdigung

- 330 Wie der Plan-Ist-Vergleich zeigt, fällt die Planungstreue auf Umsatzebene in eine vertretbare Bandbreite, nimmt jedoch bei Betrachtung der Ergebnisgrößen EBITDA und EBIT ab. Dies unterstreicht die zum Planungsprozess in Kapitel 4.2.4 angesprochenen Herausforderungen bei der Planung durch die starke Projektabhängigkeit des Geschäfts der DISO Gruppe. Ergänzend sei hinzugefügt, dass die COVID-19-Pandemie und ihre Nachwirkungen die Planung in den Jahren 2021 und 2022 zusätzlich erschwert haben, während sich die Planungstreue in H1 2023 gegenüber den Vorjahren gesteigert hat. Zudem sind die Abweichungen nachvollziehbar und lassen nicht auf systematisches Über- oder Unterschätzen der Ergebnisgrößen schließen.

4.2.6 Beschreibung der Planungsrechnung

331 Die Planungsrechnung umfasst das Hochrechnungsjahr 2023 und die Planjahre 2024 bis 2027 (zusammen „Detailplanungszeitraum“). Das Hochrechnungsjahr bezieht sich auf die bereinigte Ertragslage (Abschnitt 0). Nachfolgende Tabelle zeigt die Plan-GuV der DISO Gruppe.

Tabelle 8: DISO Gruppe – Plan-GuV

TEUR	HR 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan Ø 23-27
Umsatzerlöse	22.978	25.679	27.596	29.861	31.936	8,6%
Aktivierete Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	704	750	750	750	750	1,6%
Gesamtleistung	23.682	26.429	28.346	30.611	32.686	8,4%
Umsatzkosten	(9.085)	(9.809)	(10.416)	(11.217)	(12.032)	7,3%
Rohrertrag	14.596	16.620	17.930	19.393	20.654	9,1%
Allgemeine betriebliche Aufwendungen (OPEX)	(6.480)	(6.391)	(6.343)	(6.594)	(6.973)	1,9%
Personalaufwand	(5.282)	(6.200)	(6.606)	(7.123)	(7.537)	9,3%
EBITDA	2.834	4.029	4.982	5.676	6.144	21,3%
Abschreibungen	(813)	(1.159)	(1.345)	(1.354)	(1.542)	17,3%
EBIT	2.020	2.869	3.637	4.322	4.602	22,9%
Finanzergebnis	(617)	(435)	(376)	(361)	(322)	(15,0%)
Bereinigungen/Umkehrungen	946	-	-	-	-	
EBT	2.349	2.434	3.261	3.962	4.280	16,2%
Steuern	(959)	(805)	(1.064)	(1.276)	(1.372)	9,4%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	1.390	1.629	2.197	2.686	2.908	20,3%
<i>Rohrertrags-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>63,5%</i>	<i>64,7%</i>	<i>65,0%</i>	<i>64,9%</i>	<i>64,7%</i>	<i>64,6%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>12,3%</i>	<i>15,7%</i>	<i>18,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,2%</i>	<i>16,9%</i>
<i>Abschreibungsquote (in % der Sachanl. und Immat. VW)</i>	<i>10,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>17,9%</i>	<i>15,2%</i>
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>12,4%</i>

Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

Anmerkung: Die obige Tabelle stellt in der Spalte "Plan Ø 23-27" die CAGRs für die Jahre 2023 bis 2027 (4 Jahre) sowie die durchschnittlichen Margen der Jahre 2023 bis 2027 dar.

EBITDA und das EBIT im Hochrechnungsjahr 2023 sind bereinigt ausgewiesen.

332 Die durchgeführten Bereinigungen im Hochrechnungsjahr 2023 wurden im Rahmen der Unternehmensbewertung umgekehrt („Bereinigungen/ Umkehrungen“) und sind positiv in den Unternehmenswert eingeflossen.

333 Insgesamt lässt sich die erwartete Entwicklung der Ertragslage im Detailplanungszeitraum wie folgt zusammenfassen:

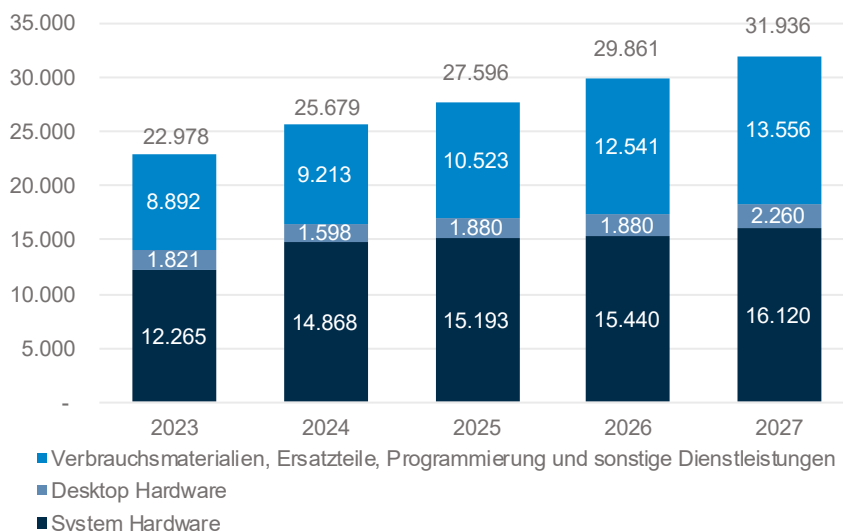
- Die Umsatzerlöse sollen um durchschnittlich 8,6% p.a. ansteigen. Das Wachstum ist i.W. auf die Ergebnisbeiträge neuer Produktfamilien, z.B. S7000JET-Familie, und die Einführung einer neuen zentralisierten Plattform zurückzuführen. Des Weiteren wird mit zusätzlichen Umsätzen aus dem Software-Geschäft der UbiQ gerechnet.
- Die Rohrertrags-Marge soll sich leicht verbessern von 63,5% im Hochrechnungsjahr 2023 auf 64,7% im Planjahr 2027, primär aufgrund des höheren Anteils des margenstarken Software-Geschäfts der UbiQ im Produktmix.
- Die EBITDA-Marge soll deutlich von 12,3% im Hochrechnungsjahr 2023 auf 19,2% im Planjahr 2027 steigen, hauptsächlich bedingt durch Einsparungen aus der Beilegung von Rechtsstreitigkeiten mit den Minderheitsaktionären.

334 Im Folgenden diskutieren wir die Entwicklung der Umsatzerlöse, den Rohrertrag, das EBITDA sowie die Investitionsplanung der DISO Gruppe im Planungszeitraum 2023 bis 2027.

4.2.6.1 Umsatzerlöse

335 Die nachfolgende Abbildung stellt die erwarteten Umsatzerlöse für den Detailplanungszeitraum 2023 bis 2027 nach Geschäftsbereich dar.

Abbildung 21: Umsatzerlöse nach Geschäftsbereich 2023 bis 2027 (in TEUR)



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

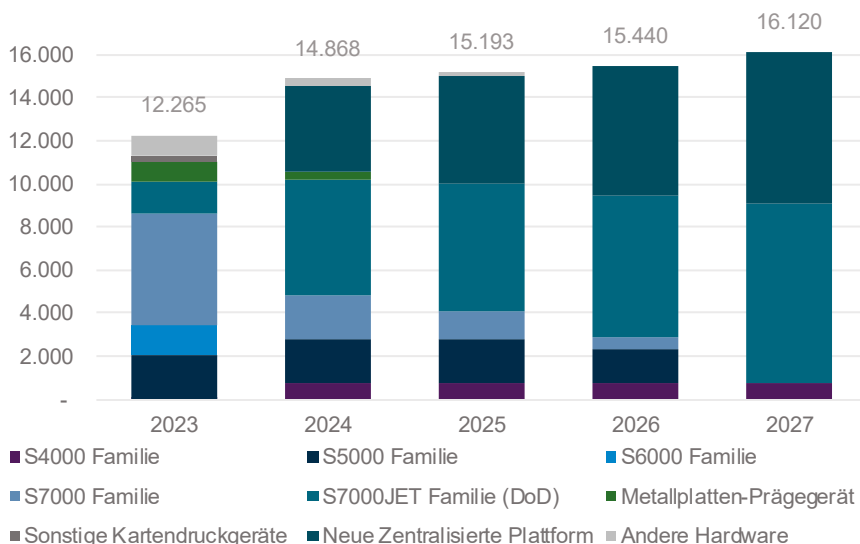
336 Insgesamt sieht die Unternehmensplanung ein Umsatzwachstum von TEUR 22.978 im Jahr 2023 auf TEUR 31.936 im Jahr 2027 vor, entsprechend einer CAGR von 8,6%. Dieses Wachstum ist vorrangig auf die Geschäftsbereiche System Hardware sowie Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen zurückzuführen, wohingegen dem Geschäftsbereich Desktop Hardware eine geringere Bedeutung zukommt. Nachfolgend wird die Umsatzentwicklung der einzelnen Geschäftsbereiche im Detail erläutert.

System Hardware

337 Für den Geschäftsbereich System Hardware wird ein Umsatzwachstum von TEUR 12.265 im Jahr 2023 auf TEUR 16.120 im Jahr 2027 erwartet, entsprechend einer CAGR von 7,1%.

338 Im Zusammenhang mit der Umsatzentwicklung stellt die nachfolgende Abbildung die erwarteten Umsatzerlöse für die Jahre 2023 bis 2027 des Bereichs System Hardware nach Produktfamilie dar.

Abbildung 22: System Hardware – Umsatzerlöse nach Produktfamilie 2023 bis 2027 (in TEUR)



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

Neue Zentralisierte Plattform

- 339 Wie die obige Abbildung 22 zeigt, ist das Umsatzwachstum des Bereichs System Hardware insbesondere auf die Einführung der neuen zentralisierten Plattform im Jahr 2024 zurückzuführen. Dabei handelt es sich um ein Kartendruckgerät zur zentralen Ausgabe mit hoher Kapazität, welches mit verschiedenen Modulen ausgestattet werden kann.
- 340 Zusammen mit der S7000JET Familie soll die neu entwickelte Lösung die aktuelle Plattform sowie die S5000, S6000 und S7000 Produktfamilien langfristig ersetzen. Vorteil der neuen zentralisierten Plattform ist die Möglichkeit, neue Technologien, wie bspw. Lasergravur oder Thermodruck mit hoher Geschwindigkeit, einzuführen. Zudem übersteigt die Produktionskapazität die der alten Geräte. Dadurch fallen die durchschnittlichen Kosten pro produzierte Karte geringer aus, was die Plattform attraktiver für Kunden macht.
- 341 Durch eine geplante stetige Steigerung der abgesetzten Menge bei angenommenem konstantem Absatzpreis soll der durch die neue zentralisierte Plattform generierte Umsatz zwischen 2024 und 2027 um rd. 75% steigen.

S7000 / S7000JET

- 342 Neben der neuen zentralisierten Plattform soll die im Jahr 2021 erstmalig eingeführte S7000JET Familie sich positiv auf den Gesamtumsatz des Bereichs System Hardware auswirken. So soll sich der durch diese Produktfamilie generierte Umsatz bis 2027 gegenüber dem Niveau von 2023 fast verfünffachen. Dieses Wachstum wird durch eine konstante Erhöhung der Absatzmenge bei leicht fallenden Absatzpreisen erwartet.
- 343 Zeitgleich wird erwartet, dass die ältere S7000 Familie bis 2027 vollständig durch die neue S7000JET Familie ersetzt wird. So soll der durch diese Produktfamilie generierte Umsatz bei konstanten Absatzpreisen durch eine stetige Reduzierung der abgesetzten Menge bis 2026 um rd. 90% gegenüber dem Niveau von 2023 fallen. Für das Folgejahr 2027 werden keine Verkäufe dieser Produktfamilie mehr erwartet.

S4000 / S5000 / S6000

- 344 Im Hinblick auf die mit den Geräten der S5000 Familie erzielten Umsätze wird mit einem Verkauf der Geräte bis einschließlich 2026 gerechnet. Für die Geräte der S6000 Familie sowie Metallplatten-Prägegeräte wird ab 2024 bzw. ab 2025 mit keinem weiteren Umsatz mehr gerechnet. Wie auch die S7000 Familie sollen die S5000 und S6000 Produktfamilien ab 2023 sukzessive durch die S7000JET Familie bzw. die neue zentralisierte Plattform ersetzt werden.
- 345 Ferner wird für die im Jahr 2022 neu eingeführte S4000 Familie erwartet, dass nach einer Hochlaufphase 2022 und 2023 der Umsatz 2024 signifikant ansteigt, gefolgt von konstanten Absatzmengen und Absatzpreisen bis 2027.

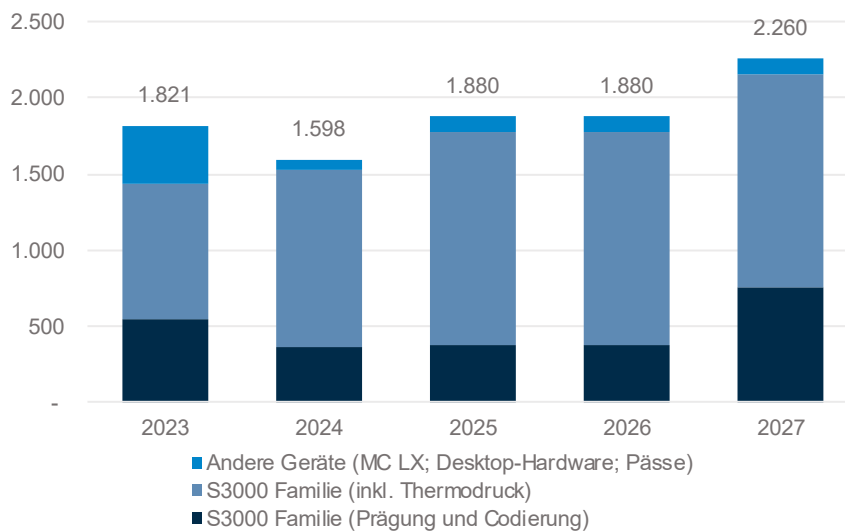
Sonstige System Hardware

- 346 Der Umsatzrückgang von Metallplatten-Prägegeräten ist lt. Management insbesondere auf die steigende Nachfrage nach Geräten mit technologisch komplexeren Bearbeitungsverfahren zurückzuführen.
- 347 Das Segment Andere Hardware bezieht sich auf den Hardware-Vertrieb der UbiQ. Es ist geplant, dass dieser schrittweise auf die Matica Fintec übergeht und in die restlichen Segmente des Bereichs System Hardware eingegliedert wird. Daher sind ab 2026 keine Umsätze mehr für diesen Bereich geplant.

Desktop Hardware

- 348 Für den Geschäftsbereich Desktop Hardware wird ein Umsatzwachstum von TEUR 1.821 im Jahr 2023 auf TEUR 2.260 im Jahr 2027 erwartet, entsprechend einer CAGR von 5,5%.
- 349 Im Zusammenhang mit der Umsatzentwicklung stellt die nachfolgende Abbildung die erwarteten Umsatzerlöse für die Jahre 2023 bis 2027 des Bereichs Desktop Hardware nach Produktfamilie dar.

Abbildung 23: Desktop Hardware – Umsatzerlöse nach Produktfamilie 2023 bis 2027 (in TEUR)



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

350 Wie die obige Abbildung 23 zeigt, wird auch für den Geschäftsbereich Desktop Hardware mit einem steigenden Umsatz im Detailplanungszeitraum gerechnet.

S3000 (inkl. Thermodruck)

351 Der geplante Umsatzanstieg soll insbesondere mit der S3000 Familie (inkl. Thermodruck) erreicht werden. Der durch diese Produktfamilie generierte Umsatz soll zwischen 2023 und 2025 um rd. 60% ansteigen, gefolgt von gleichbleibenden Absatzmengen und -preisen bis 2027.

S3000 (Prägung und Codierung)

352 Für die S3000 Familie zur Prägung und Codierung wird nicht damit gerechnet, dass Preissteigerungen am Markt zu erzielen sind. In der Folge wird ein relativ gleichbleibendes Umsatzniveau von 2023 bis 2026 auf Basis einer leicht steigenden Absatzmenge erwartet. Für 2027 erwartet die DISO Gruppe eine Verdopplung der Absatzmenge und des Umsatzes. Die S3000 Familie zur Prägung und Codierung lässt sich in Kioskmodule integrieren, für die die DISO-Gruppe insbesondere in Afrika und Südostasien zukünftig Marktpotential sieht. Hier rechnet sich die DISO Chancen auf Projekte aus, die sich positiv auf den Umsatz des Bereichs System Hardware im Jahre 2027 auswirken.

Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen

353 Für den Geschäftsbereich Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen wird ein Umsatzwachstum von TEUR 8.892 im Jahr 2023 auf TEUR 13.556 im Jahr 2027 erwartet, entsprechend einer CAGR von 11,1%.

354 Die erwartete Entwicklung der durch diesen Geschäftsbereich generierten Umsätze hängt maßgeblich von der Menge der von den Kunden genutzten Geräte ab. Grundsätzlich wird erwartet, dass sich der Umsatz durch Ersatzteile und Dienstleistungen zusammen mit der Anzahl der bei Kunden installierten Geräte entwickelt, welche entsprechend gewartet und repariert werden.

355 Umsätze durch Verbrauchsmaterialien können hingegen nur im Zusammenhang mit Thermodruckgeräten erzielt werden. Für andere Technologien, wie beispielsweise Laserdruck, werden keine oder nur geringe Mengen an Verbrauchsmaterialien benötigt. So verbraucht auch die neu eingeführte S7000JET Familie nur geringe Mengen an Tinte pro Karte und wirkt sich deswegen nicht nennenswert positiv auf den Umsatz durch Verbrauchsmaterialien aus.

356 In diesem Zusammenhang erwartet die DISO-Gruppe, dass die geplante Einführung eines neuen Thermodruckgeräts im Jahr 2024 den durch Verbrauchsmaterialien generierten Umsatz steigert.

357 Ein weiterer Wachstumstreiber des Bereichs Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Dienstleistungen sind zudem die durch Software-Entwicklung generierten Umsätze der UbiQ, welche diesem Bereich zugeordnet werden.

358 Die Software-Lösungen der UbiQ spielen für das Umsatzwachstum der DISO-Gruppe insbesondere vor dem Hintergrund der vom Management prognostizierten mittel- und langfristigen Marktentwicklung eine Rolle. So wird erwartet, dass physische Karten graduell durch digitale Lösungen ergänzt oder ersetzt werden. Zwar glaubt das Management, dass im Bereich der ID-Karten physische Karten weiterhin eine zentrale Stellung innehaben werden und nur durch digitale Ausweismöglichkeiten und andere Funktionen ergänzt werden. Gerade im Markt für Zahlungskarten soll es aber bereits erste rein digitale Angebote geben, bei der physische Karten nur eine zahlungspflichtige Zusatzoption darstellen. Daher sieht es das Management als notwendig an, das digitale Angebot der Gruppe auszuweiten und zum integrierten Anbieter von Hardware- und Software-Lösungen zu werden. Da im Markt der digitalen Zahlungsangebote bereits zahlreiche größere Wettbewerber vertreten sind, zielt die DISO-Gruppe darauf ab, ihre digitalen Lösungen an ihr bereits bestehendes Kundennetzwerk zu vermarkten. Zudem versucht die DISO-Gruppe, speziell Kunden zu gewinnen, die unabhängig von größeren Zahlungsdienstleistungsanbietern agieren möchten.

Aktivierete Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen

359 Die Aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen sind Teil der Gesamtleistung der DISO Gruppe. Mit TEUR 704 sollen sich die für das Hochrechnungsjahr 2023 erwarteten aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf dem Niveau der Vorjahre bewegen. Für das Planjahr 2024 wird mit einem Anstieg auf TEUR 750 gerechnet.

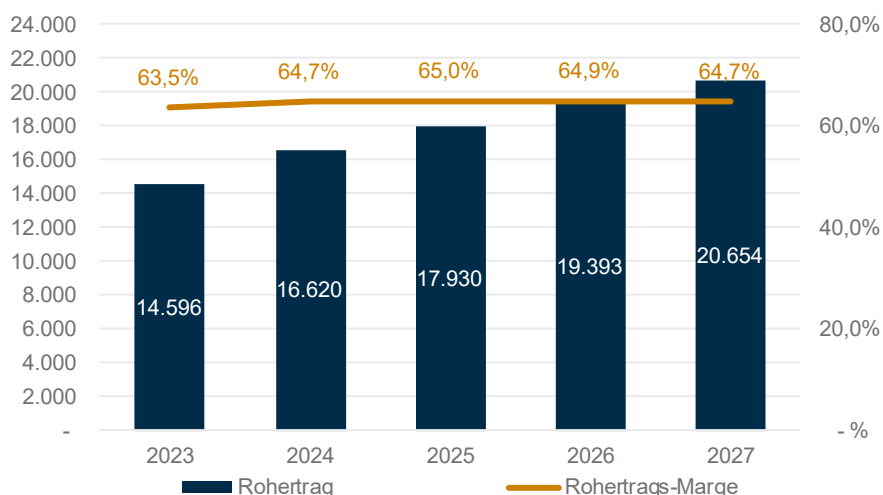
360 Anschließend plant die DISO Gruppe mit keiner relevanten Ausweitung ihrer Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten mehr und erwartet, dass der jährliche Betrag i.H.v. TEUR 750 in den Planjahren 2024 bis 2027 ausreichend ist, um das geplante Umsatzwachstum zu realisieren.

4.2.6.2 Rothertrag

361 Der geplante Rothertrag ergibt sich aus der Planung der Umsatzerlöse nach Hinzurechnung von aktivierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen und dem Abzug der erwarteten Umsatzkosten.

362 Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Rothertrags sowie der Rothertragsmarge im Detailplanungszeitraum 2023 bis 2027.

Abbildung 24: Rothertrag (in TEUR) und Rothertrags-Marge 2023 bis 2027



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

363 Insgesamt soll der Rothertrag von TEUR 14.596 im Hochrechnungsjahr 2023 auf TEUR 20.654 im Planjahr 2027 steigen. Dies entspricht einem Anstieg der Rothertrags-Marge von 63,5% auf 64,7%. Die leichte Margenverbesserung ist i.W. mit der niedrigeren Umsatzkosten des Software-Geschäfts der UbiQ verbunden.

4.2.6.3 EBITDA

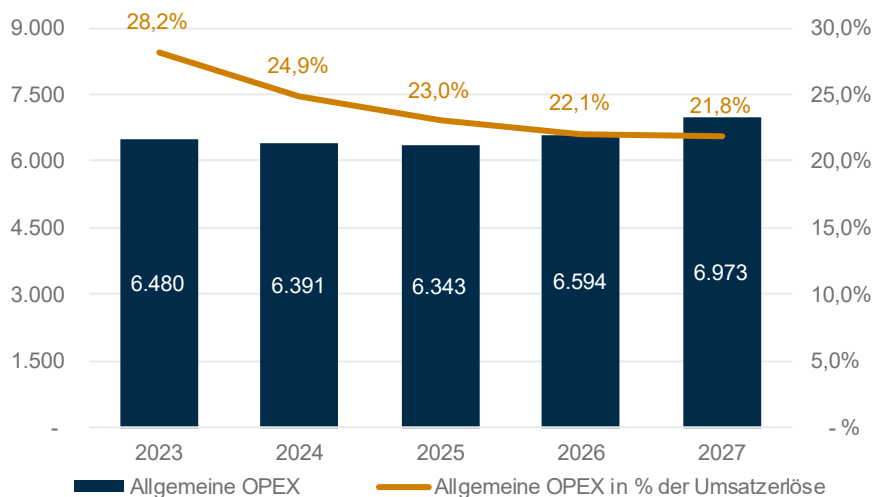
364 Insgesamt geht die Unternehmensplanung von einem Anstieg des EBITDA von TEUR 2.834 im Hochrechnungsjahr 2023 auf TEUR 6.144 im Planjahr 2027 aus. Dies entspricht einem Anstieg der EBITDA-Marge von 12,3% auf 19,2%. Die wesentliche Margenverbesserung ist u.a. auf den Rückgang der Rechts- und Beratungskosten in Verbindung mit der Beilegung von Rechtsstreitigkeiten sowie einer angenommenen Steigerung in der EBITDA-Marge auf Ebene der Matica Fintec zurückzuführen.

365 In Folgenden gehen wir auf die allgemeinen Betriebsaufwendungen (allgemeine OPEX), Personalaufwendungen, Miet- und Raumkosten und sonstige allgemeine Aufwendungen als Bestandteile des EBITDA ein.

Allgemeine Betriebsaufwendungen (Allgemeine OPEX)

366 Die nachfolgende Abbildung stellt die erwarteten Allgemeinen OPEX (absolut) sowie die erwarteten Allgemeinen OPEX in % der Umsatzerlöse der DISO Gruppe für den Detailplanungszeitraum 2023 bis 2027 dar.

Abbildung 25: Allgemeine OPEX (in TEUR) und in % der Umsatzerlöse 2023 bis 2027



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

367 Die in der obigen Abbildung 25 dargestellte erwartete Reduktion der Allgemeinen OPEX-Quote von 28,2% der Umsatzerlöse im Jahr 2023 auf 21,8% der Umsatzerlöse im Jahr 2027 ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass eine Beilegung der Rechtsstreitigkeiten mit den Minderheitsaktionären in den kommenden zwei bis drei Jahren erwartet wird. Die daraus resultierenden Anwalts- und Gerichtskosten sollen von TEUR 550 im Jahr 2024 auf TEUR 250 im Jahr 2025 und TEUR 100 in den Jahren 2026 und 2027 sinken.

368 Dem Rückgang der Rechtskosten steht ein erwarteter Anstieg der IT-Kosten, der Bankgebühren, der Reisekosten sowie der Veranstaltungsaufwendungen i.H.v. rd. 15% im Detailplanungszeitraum entgegen. Letztere sind lt. Management insbesondere von Bedeutung, um im Markt für ID-Karten weiter Fuß zu fassen, in welchem die DISO Gruppe historisch gesehen nach Einschätzung des Managements geringere Umsätze als im Markt für Zahlungskarten generiert hat.

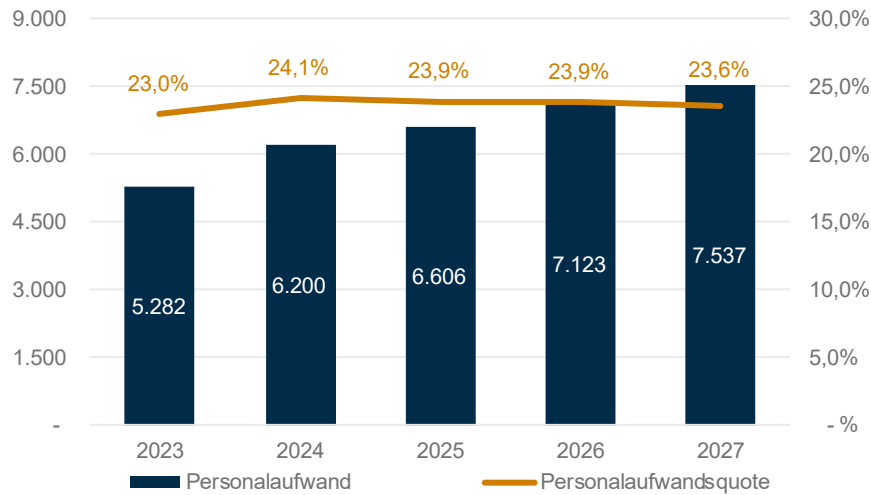
369 Zudem wird eine Reduktion der Miet- und Raumkosten für 2024 prognostiziert, primär wegen eines erwarteten Rückgangs der Heizkosten aufgrund von gesunkenen Gaspreisen. In den nachfolgenden Jahren wird ein rein inflationsbedingter Anstieg dieser Position erwartet, da das Management davon ausgeht, dass die aktuell zur Verfügung stehende Fläche ausreicht, um das geplante Umsatzwachstum zu realisieren.

370 Zudem wird ein Anstieg der Versicherungsgebühren erwartet, welcher analog zum Anstieg der Umsätze verlaufen soll. Sonstige in den Allgemeinen OPEX enthaltene Kosten sollen mit rd. 2% bis 5% im Planungszeitraum wachsen.

Personalaufwand

371 Die nachfolgende Abbildung stellt den erwarteten Personalaufwand sowie die erwartete Personalaufwandsquote der DISO Gruppe für den Detailplanungszeitraum 2023 bis 2027 dar.

Abbildung 26: Personalaufwand (in TEUR) und Personalaufwandsquote 2023 bis 2027



Quelle: Businessplan DISO-Gruppe, A&M Analyse

372 Wie die obige Abbildung 26 dargestellt, wird ein Anwachsen des Personalaufwands von TEUR 5.282 im Jahr 2023 auf TEUR 7.537 im Jahr 2027 geplant. Durch den erwarteten Anstieg des Anteils von Software-Lösungen am Produktmix wird zunächst mit einer steigenden Personalaufwandsquote von 23,0% 2023 auf 24,1% 2024 gerechnet. Diese soll jedoch in den darauffolgenden Jahren durch Effizienzsteigerungen leicht auf bis zu 23,6% im Jahr 2027 gesenkt werden.

4.2.6.4 Abschreibungen und Investitionen

373 Der geplante Anstieg der Abschreibungen von TEUR 813 im Jahr 2023 auf TEUR 1.542 im Jahr 2027 hauptsächlich durch die Abschreibungen auf aktivierte Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zurückzuführen. Für die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte wird ein Anstieg von TEUR 1.013 in 2023 auf TEUR 1.444 erwartet. Der Anstieg in den Abschreibungen ist auf die geplante Erhöhung der Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte bedingt.

374 Im Gegensatz zu den Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte wird nur eine vergleichsweise geringe Höhe an Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen erwartet.

375 Im Bezug auf die Investitionen in der Detailplanungsphase geht die Gesellschaft von einem Anstieg von TEUR 1.230 in 2023 auf TEUR 1.690 in 2027 aus. Hierbei entfällt der Großteil der Investitionen auf Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte – es wird erwartet, dass diese von TEUR 1.220 auf TEUR 1.680 steigen werden. Die Investitionsquote bleibt dabei im Bereich zwischen 5,3% und 5,6% der Umsatzerlöse.

376 Das Management schätzt den aktuellen Sachanlagenbestand als ausreichend ein, weshalb keine nennenswerten Investitionen in den Sachanlagenbestand im Detailplanungszeitraum für notwendig erachtet werden.

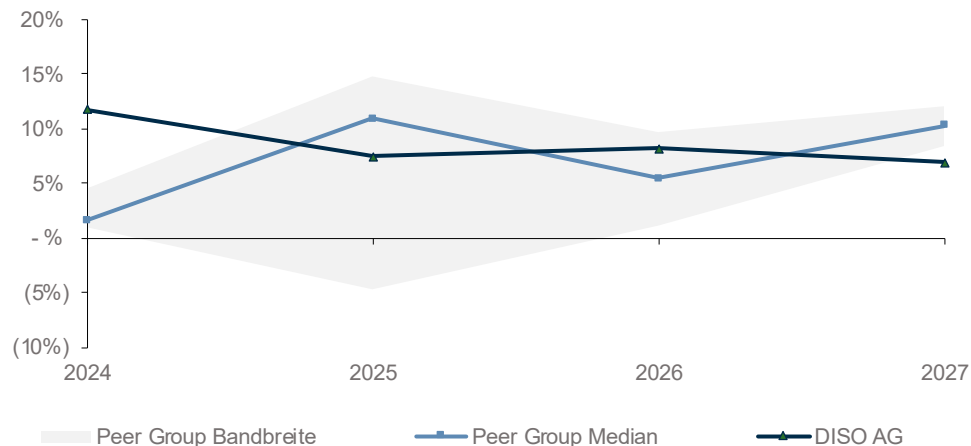
4.2.6.5 Peer Group-Vergleich

- 377 Zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung haben wir das geplante Umsatzwachstum, die EBITDA-Marge und die EBIT-Marge anhand der jeweiligen verfügbaren durchschnittlichen Analystenschätzungen für die Vergleichsunternehmen gespiegelt.
- 378 Die zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognosen für die Peer-Unternehmen wurden der Datenbank des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence entnommen. Die Analyse deckt die Hochrechnung 2023 und die Planjahre 2024-27 ab.
- 379 Für den Zeitraum 2023-25 liegen lediglich für drei der sechs Vergleichsunternehmen (Datasonic Group Berhad, Zebra Technologies Corporation und Identiv, Inc.) Analysteneinschätzungen zu den Finanzkennzahlen vor. Zukunftsprognosen für die Jahre 2026-2027 existieren nur für Zebra Technologies Corporation und Identiv, Inc.
- 380 Aufgrund dieser begrenzten Verfügbarkeit von Zukunftsprognosen haben wir zusätzlich die historischen EBITDA- und EBIT-Margen der gesamten Peer Group in unseren Vergleich einbezogen. Auf eine gleichzeitige Darstellung der historischen Finanzkennzahlen der DISO Gruppe haben wir hierbei verzichtet, da keine bereinigten Finanzkennzahlen ohne Effekte der in 2021 verkauften Beteiligungen der DISO Gruppe für die Jahre 2017-20 vorliegen.
- 381 Die dargestellte Peer Group-Bandbreite entspricht dem ersten und dem neunten Dezil der vorhandenen Kennzahlen-Prognosen.
- 382 Die dargestellten Finanzkennzahlen der DISO Gruppe beruhen auf der Unternehmensplanung (Hochrechnungsjahr 2023 und Planjahre 2024-27).

Umsatzwachstum

- 383 Nachfolgende Abbildung vergleicht das geplante Umsatzwachstum der DISO Gruppe mit dem der Vergleichsunternehmen für die Planjahre 2024-27. Auf eine Darstellung des Jahres 2023 wurde verzichtet, da es sich bei dem Umsatzwachstum der DISO Gruppe in diesem Jahr maßgeblich um ein anorganisches Wachstum durch die Akquisition der UbiQ handelt.

Abbildung 27: Vergleich Umsatzwachstum DISO Gruppe mit Peer Group



Quellen: S&P Capital IQ, Unternehmensinformation

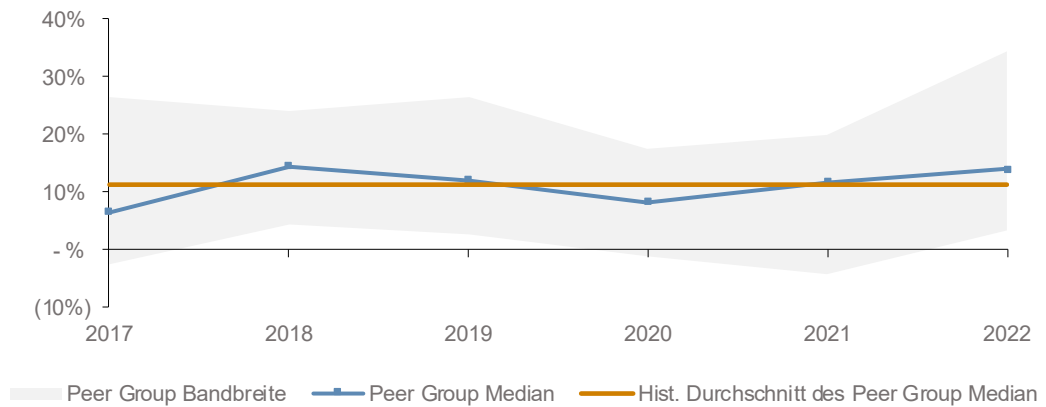
- 384 In 2024 liegt das erwartete Umsatzwachstum der DISO Gruppe mit 11,8% deutlich über dem Median der Peer Group mit 1,7%. In 2025 steigt das Umsatzwachstum der Vergleichsunternehmen deutlich auf 10,9% an, während die Wachstumsrate der DISO Gruppe auf 7,5% sinkt.
- 385 Im Folgejahr 2026 übersteigt die erwartete Wachstumsrate der DISO Gruppe erst die der Peer Group, bevor sich der Wert der Peer Group im Jahr 2027 erhöht. Die DISO Gruppe verzeichnet im Planungsjahr 2026 ein erwartetes Umsatzwachstum von 8,2% gegenüber dem der Vergleichsunternehmen von 5,4%.

386 Im Jahr 2027 übersteigt das erwartete Wachstum der Peer-Unternehmen das der DISO Gruppe geringfügig mit 10,3% gegenüber 7,0%. Generell fällt auf, dass die Wachstumsraten der DISO Gruppe im Vergleich zum Median der Vergleichsunternehmen zwar entgegengesetzt verlaufen, jedoch relativ nah beieinander liegen.

EBITDA-Marge

387 Abbildung 28 gibt einen Überblick über die historische EBITDA-Marge der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2017-22.

Abbildung 28: Historische EBITDA-Marge der Peer Group

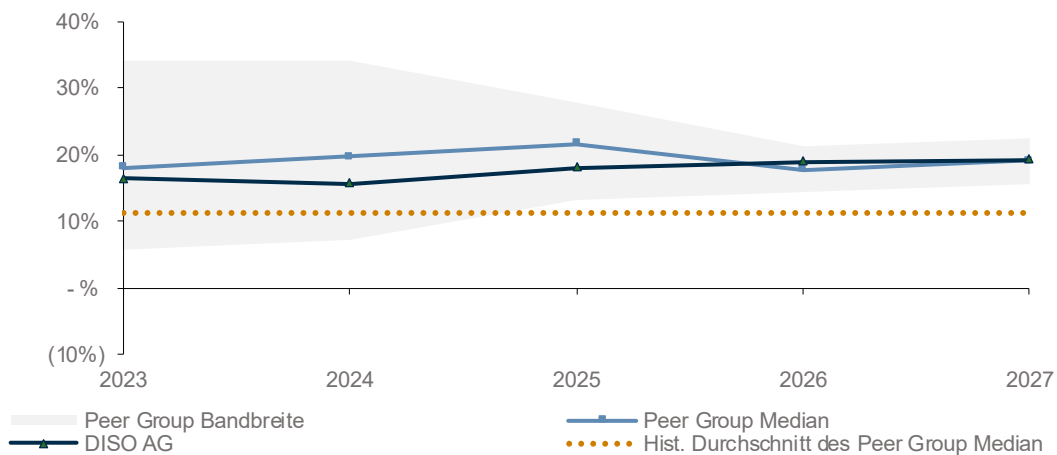


Quellen: S&P Capital IQ, Unternehmensinformation

388 Der Median der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen war in den Jahren 2017-22 relativ konstant und schwankte um die 11%. Im Jahr 2022 konnte zuletzt simultan zum Umsatzwachstum auch ein Anstieg der Bandbreite der EBITDA-Marge beobachtet werden.

389 Die folgende Abbildung vergleicht die Entwicklung der EBITDA-Marge der DISO Gruppe mit der EBITDA-Marge der Vergleichsunternehmen für die Hochrechnung 2023 sowie für die Planjahre 2024-27.

Abbildung 29: Vergleich EBITDA-Marge DISO Gruppe mit Peer Group



Quellen: S&P Capital IQ, Unternehmensinformation

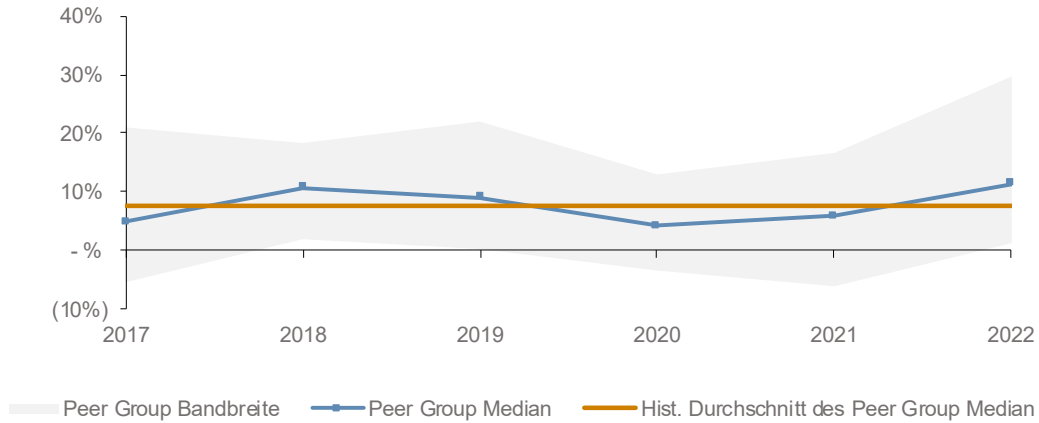
390 Die EBITDA-Marge der DISO Gruppe soll in den Jahren 2023-25 mit jeweils 16,4%, 15,7% bzw. 18,1% geringfügig unter dem Median der Peer-Group mit 18,0%, 19,7% bzw. 21,6% liegen, jedoch innerhalb der Bandbreite der Peer Group und über dem historischen Durchschnitt des Medians der Peer Group i.H.v. 11,2%.

391 In den Prognosejahren 2026-27 sollen sich die EBITDA-Margen der DISO Gruppe und der Peer-Unternehmen annähern. So beträgt die erwartete EBITDA-Marge der DISO Gruppe in 2026 19,0%, während für die Vergleichsunternehmen ein Median der EBITDA-Marge i.H.v. 17,7% erwartet wird. In 2027 sind die erwarteten EBITDA-Margen mit 19,2% für die DISO Gruppe bzw. 19,1% für den Median der Vergleichsunternehmen nahezu identisch.

EBIT-Marge

392 Abbildung 30 stellt die EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2017-22 dar.

Abbildung 30: Historische EBIT-Marge der Peer Group

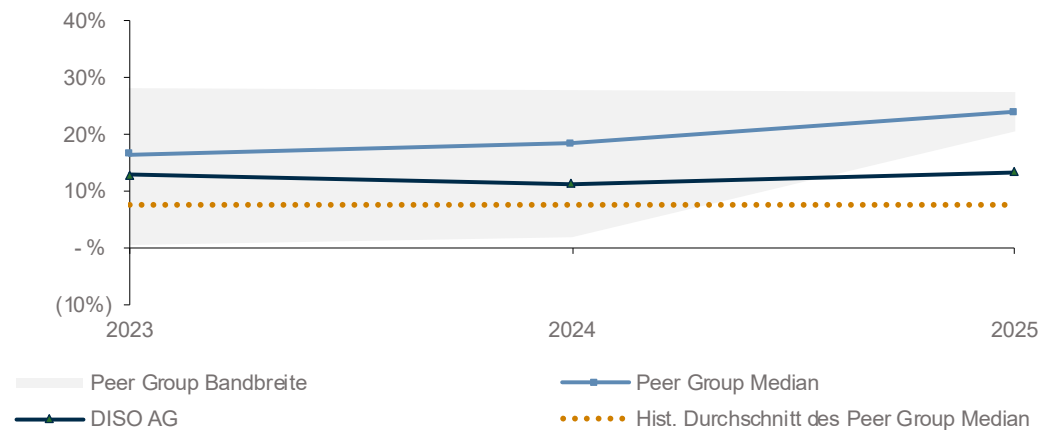


Quellen: S&P Capital IQ, Unternehmensinformation

393 Die Entwicklung der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen lässt sich grundsätzlich mit der Entwicklung der EBITDA-Margen vergleichen. Während der historische Durchschnitt der EBITDA-Marge 11,2% beträgt, liegt die historische EBIT-Marge bei 7,7%.

394 Nachfolgende Abbildung vergleicht die Entwicklung der EBIT-Marge der DISO Gruppe mit der der Vergleichsunternehmen für die Hochrechnung 2023 sowie für die Planjahre 2024-25. Für das Planjahr 2025 liegen Prognosen nur für die Datasonic Group Berhad und Zebra Technologies Corporation vor. Für die Jahre 2026-27 liegt für keines der Vergleichsunternehmen eine EBIT-Analysteneinschätzung vor.

Abbildung 31: Vergleich EBIT-Marge DISO Gruppe mit Peer Group



Quellen: S&P Capital IQ, Unternehmensinformation

395 Im Vergleich zu der Entwicklung der EBITDA-Marge liegt die erwartete EBIT-Marge der DISO Gruppe in allen Jahren leicht unter dem Median der Vergleichsunternehmen, jedoch innerhalb der Bandbreite für die Jahre 2023-24. Dies begründet sich insbesondere in höheren

Abschreibungen der DISO Gruppe im Vergleich zu der Peer Group, da die DISO Gruppe einen Teil ihrer Forschungs- und Entwicklungskosten aktiviert und folglich abschreibt. Im Jahr 2025 soll die EBIT-Marge der DISO Gruppe unterhalb der Bandbreite der Peer Group liegen, jedoch begründet in fehlenden Analysteneinschätzungen für die Identiv, Inc.

396 Die erwartete EBIT-Marge liegt jedoch in allen beobachteten Jahren über dem historischen Durchschnitt der Peer Group und weist von 2024 auf 2025 einen Anstieg von 11,2% auf 13,4% auf, der sich auch im Jahr 2026 fortsetzen soll.

4.2.7 Abschließende Würdigung

397 Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnungen analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.

398 So ging die DISO bei der Planung der zukünftigen Ergebnisse von angemessenen Wachstumsraten bei einer auch im Peer-Group Vergleich liegenden Profitabilität aus.

399 Die EBITDA-Marge soll sich deutlich von 12,33% im Planjahr 2023 auf 19,2% im Planjahr 2027 verbessern. Hauptsächlich für den Margenanstieg ist insbesondere eine Reduktion der Rechts- und Beratungskosten in Verbindung mit der Beilegung von Rechtsstreitigkeiten sowie einer angenommenen Steigerung in der EBITDA-Marge auf Ebene der Matica Fintec zurückzuführen.

400 Insgesamt waren keine Anzeichen erkennbar, dass die vorliegende, verabschiedete Planungsrechnung keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung bildet, wenn sie auch als ambitioniert einzustufen ist.

4.2.8 Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

4.2.8.1 Ableitung der Ewigen Rente

- 401 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts muss der Detailplanungszeitraum um den Zeitraum der sogenannten „Ewigen Rente“ ergänzt werden. Die Ewige Rente (bzw. „Terminal Value“) spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Planjahr wider. Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem sogenannten „eingeschwungenen“ Zustand befindet.
- 402 Der eingeschwungene Zustand bildet ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse, EBITDA- bzw. EBIT-Margen und Investitionen und Abschreibungen ab. Ebenso bewegen sich das Nettoumlaufvermögen, das Finanzergebnis und die Unternehmenssteuern zum Eintritt in die Ewigen Rente auf einem nachhaltigen Niveau. Aus diesen Bestandteilen lassen sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse ableiten.
- 403 Zur Ableitung der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin verschiedene Annahmen getroffen bzw. Parameter bestimmt:
- Wachstumsabschlag;
 - Nachhaltiges Umsatzniveau;
 - Nachhaltige EBITDA-Marge;
 - Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau;
 - Anpassung zur Berücksichtigung einer nachhaltigen Nettoverschuldung;
 - Anpassung zur Berücksichtigung eine nachhaltigen Nettoumlaufvermögens;
 - Steuern vom Einkommen und vom Ertrag.

Wachstumsabschlag

- 404 Die Bewertungsgutachterin hat zur Bestimmung der Ewigen Rente ein nachhaltiges, inflationsbedingtes Wachstum von 1% unterstellt.
- 405 Die Bewertungsgutachterin begründet dieses Wachstum damit, dass im Hardwarebereich künftige Preissteigerungen nur schwer an die Kunden weiterzureichen und durch den technologischen Wandel auch nachhaltig nicht mehr zu erwarten seien. Beispielsweise geht das Management auch im Detailplanungszeitraum von einem leichten Rückgang der Absatzpreise für Hardware-Produkte aus. Zwar würden Preissteigerungen von digitalen Produkten sowie Dienstleistungen diesen Rückgang teilweise kompensieren, aufgrund des starken Wettbewerbs insbesondere mit größeren Wettbewerbern mit höheren Skalenvorteilen sei aber ein nachhaltiges Wachstum von 1% sachgerecht.
- 406 Unter Berücksichtigung der zuvor erwähnten Sachverhalte, vor allem mit Hinblick auf den erwarteten Marktentwicklung hin zu digitalen Lösungen und der in diesem Zusammenhang noch zu leistenden Entwicklungsarbeit der DISO-Gruppe, um sich in diesem Markt nachhaltig wettbewerbsfähig zu positionieren, sowie unter Berücksichtigung der mittelfristigen Inflationsprognosen erachten wir ein nachhaltiges Wachstum von 1% für angemessen.

Nachhaltiges Umsatzniveau

- 407 Ausgehend von der Umsatzerwartung für das letzte Planjahr, 2027, hat die Bewertungsgutachterin nachhaltiges Umsatzniveau auf Höhe von TEUR 32.256 abgeleitet. Dies entspricht der Fortschreibung der Umsatzerlöse im letzten Planjahr 2027 TEUR 31.936 mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0%.
- 408 Das angenommene nachhaltige Umsatzniveau erachten wir unter Berücksichtigung des angenommenen hohen Wachstums im Detailplanungshorizont für ambitioniert.

Nachhaltige EBITDA-Marge

- 409 Die Bewertungsgutachterin hat eine nachhaltige EBITDA-Marge i.H.v. 21,0% bestimmt. Die Höhe der angesetzten EBITDA-Marge ergibt sich aus der durchschnittlichen EBITDA-Marge im Planungszeitraum 2024-27 der Matica Fintec Gruppe.

410 Die von der Bewertungsgutachterin für die Ableitung der Ewigen Rente berücksichtigte Marge liegt mit 21,0% ca. 3 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Planjahre von 18,0%, da die Verwaltungs- und Holdingkosten auf Ebene der DISO die EBITDA-Marge der DISO Gruppe negativ beeinflussen. Nachhaltig wird jedoch davon ausgegangen, dass die Verwaltungskosten auf Ebene der DISO, u.a. mit Beilegung der Rechtsstreitigkeiten zurückgehen werden. Wir erachten daher die von der Bewertungsgutachterin unterstellte nachhaltige Marge für vorteilhaft im Sinne der Minderheitsaktionäre, da sie jegliche Holdingkosten auf Ebene der DISO unberücksichtigt lässt.

Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungs niveau

411 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Investitionen und Abschreibungen im Detailplanungszeitraum 2024-27 und im TV-Jahr 2028.

Tabelle 9: DISO-Gruppe – Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungs niveau

TEUR	Ist 2021	Ist 2022	HR 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	TV 2028
Abschreibungen	1.323	1.068	813	1.159	1.345	1.354	1.542	1.707
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	7,4%	5,8%	3,5%	4,5%	4,9%	4,5%	4,8%	5,3%
Investitionen	1.005	1.043	1.230	1.430	1.510	1.610	1.690	1.707
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	5,6%	5,7%	5,4%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%

Quelle: A&M Analyse

412 Zur Ableitung des nachhaltigen Investitionsniveaus hat die Bewertungsgutachterin die durchschnittliche Investitionsquote in die immateriellen Vermögenswerte sowie das Sachanlagevermögen im letzten Planjahr 2027 ermittelt. Dies ergab eine Investitionsquote in Höhe von 5,3% der Umsatzerlöse, was in einer für die Ewigen Rente angenommenen absoluten Höhe der Investitionen von TEUR 1.707 entspricht.

413 Da die angenommene Investitionsquote unter den historischen Investitionsquoten und leicht unter den geplanten Investitionsquoten liegt, erachten wir das nachhaltige Investitionsniveau als vorteilhaft im Sinne der Minderheitsaktionäre.

414 Das nachhaltige Abschreibungs niveau hat die Bewertungsgutachterin in der absoluten Höhe des Investitionsniveaus angenommen. Diese Annahme impliziert zwar ein nicht nachhaltiges Abschreibungs niveau, hat jedoch einen werterhöhenden Effekt. Im Sinne der Minderheitsaktionäre erachten wir daher das unterstellte nachhaltige Abschreibungs niveau als vorteilhaft.

Anpassung zur Berücksichtigung einer nachhaltigen Nettoverschuldung

415 Zur Abbildung der nachhaltigen Nettoverschuldung in der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin die Nettoverschuldung des letzten Planjahres 2027 mit der Wachstumsrate in der Ewigen Rente fortgeschrieben. Die Bewertungsgutachterin hat eine Anpassung in Höhe der sich ergebenden Differenz zwischen der Nettoverschuldung im TV-Jahr 2028 und dem letzten Planjahr 2027 in dem für das TV-Jahr angenommenen Ergebnis berücksichtigt. Bezüglich der von der Bewertungsgutachterin gewählten Vorgehensweise zur Berücksichtigung einer nachhaltigen Höhe der Nettoverschuldung haben wir keine Beanstandungen.

Anpassung zur Berücksichtigung eines nachhaltigen Nettoumlaufvermögens

416 Neben der Anpassung des für die Ewige Rente angenommenen Ergebnisses um die angenommene notwendige Nettoverschuldung hat die Bewertungsgutachterin auch eine Anpassung zur Berücksichtigung eines nachhaltigen Niveaus des Nettoumlaufvermögens vorgenommen. Hierbei hat die Bewertungsgutachterin die Höhe des nachhaltigen Nettoumlaufvermögens mit dem Nettoumlaufvermögen in % der Umsätze des letzten Planjahres, 2027 bestimmt. Bezüglich der von der Bewertungsgutachterin gewählten Vorgehensweise zur Berücksichtigung einer nachhaltigen Höhe des Nettoumlaufvermögens haben wir keine Beanstandungen.

Steuern vom Einkommen und vom Ertrag

- 417 Die Bewertungsgutachterin hat die nachhaltige Steuerquote analog der gerundeten Steuerquote des Planjahres 2027 i.H.v. 32,0% angenommen.
- 418 Die effektive Besteuerung der von der Tochtergesellschaft Matica Fintec geplanten Dividendenausschüttungen wurde mit 0,2% in der Ewigen Rente angenommen.
- 419 Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ableitung der persönlichen Ertragssteuern von einer Berücksichtigung der inflationsbedingten Kursgewinnbesteuerung abgesehen. Da eine unter unterstellte Besteuerung der inflationsbedingten Kursgewinne auf Ebene der Anteilseigner sich mindernd auf den Unternehmenswert ausgewirkt hätte, erachten wir diese Annahme als vorteilhaft im Sinne der Minderheitsaktionäre.

4.2.8.2 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

Nettoumlaufvermögen

- 420 Das Nettoumlaufvermögen (bzw. "Trade Working Capital") entspricht der Differenz aus dem operativen Umlaufvermögen und den operativen kurzfristigen Verbindlichkeiten. Das Trade Working Capital der DISO-Gruppe wurde im Rahmen der Bewertung auf Basis der vom Management zur Verfügung gestellten Kennziffern Lagerreichweite, Zahlungsziel gegenüber Kunden sowie Zahlungsziel gegenüber Kreditoren für die Jahre 2024 bis 2027 errechnet.
- 421 Für den Zeitraum der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin die zuvor beschriebene Anpassung zur Berücksichtigung eines nachhaltigen Nettoumlaufvermögens berücksichtigt.

Operative Kasse

- 422 Die liquiden Mittel der DISO Gruppe setzten sich aus den frei verwendbaren überschüssigen Mitteln sowie den operativ gebundenen Mitteln zusammen. Die Höhe des angenommenen operativen Kassenbestands hat die Bewertungsgutachterin auf Basis von Managementauskünften ermittelt.
- 423 Die Höhe der von der Bewertungsgutachterin berücksichtigten operativen liquiden Mittel reflektiert einen Zweimonatsdurchschnitt der geplanten operativen und personellen Aufwendungen des jeweiligen Planjahres und eine zusätzliche Reserve von TEUR 500, was in Summe ungefähr der Höhe der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2,5 Monaten entspricht. Der vergleichsweise hohe Bestand an operativen liquiden Mitteln wurde seitens der Gesellschaft mit dem volatilen Projektgeschäfts der DISO-Gruppe begründet, welches einen ausreichend hohen Bestand an operativer Liquidität voraussetzt.

Finanzergebnis

- 424 Die Netto-Finanzverbindlichkeiten der DISO Gruppe im Planungszeitraum beinhalten im Wesentlichen bestehende Finanzverbindlichkeiten gegenüber Banken, Finanzverbindlichkeiten im Zusammenhang mit angenommener Neuverschuldung, Kontokorrentlinien, Leasingverbindlichkeiten und das an die Matica Group gewährte Darlehen.
- 425 Zur Ableitung des Finanzergebnisses hat die Bewertungsgutachterin kreditspezifische Sollzinssätze (Bankdarlehen, Kontokorrentkreditlinien sowie Gesellschafterdarlehen) zwischen 4,9% bis 6,5% berücksichtigt. Die Habenzinssätze wurden mit 3,25% angenommen.

Unternehmenssteuern

- 426 Die bei der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse zugrunde gelegten Unternehmenssteuern wurden seitens der Bewertungsgutachterin wie folgt bestimmt:
- 427 Die betrieblichen Ertragssteuern basieren auf der von der Matica Fintec Gruppe geplanten nominalen Steuerquote unter Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge der UbiQ.
- 428 Für die angenommenen Dividendenausschüttungen der Matica Fintec an die DISO wurden Gewerbesteuer, Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag berücksichtigt

Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss

- 429 Die Unternehmensplanungen der DISO Gruppe wurden auf vollkonsolidierter Basis erstellt. Da die Matica Fintec einen Minderheitenanteil von 49,99% aufweist, wurde der Jahresüberschuss

auf Ebene der DISO Gruppe und den auf die Minderheiten entfallenden Jahresüberschuss angepasst.

Nettoeinnahmen

430 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse bzw. Nettoeinnahmen im Detailplanungszeitraum 2024 bis 2027 und im TV-Jahr 2028 zusammen.

Tabelle 10: DISO-Gruppe – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

TEUR	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	TV 2028
Umsatzerlöse	25.679	27.596	29.861	31.936	32.256
Aktivierete Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	750	750	750	750	750
Gesamtleistung	26.429	28.346	30.611	32.686	33.006
Umsatzkosten	(9.809)	(10.416)	(11.217)	(12.032)	(12.095)
Rohertrag	16.620	17.930	19.393	20.654	20.911
Allgemeine OPEX	(6.391)	(6.343)	(6.594)	(6.973)	
Personalaufwand	(6.200)	(6.606)	(7.123)	(7.537)	
EBITDA	4.029	4.982	5.676	6.144	6.774
Abschreibungen	(1.159)	(1.345)	(1.354)	(1.542)	(1.707)
EBIT	2.869	3.637	4.322	4.602	5.067
Finanzergebnis	(435)	(376)	(361)	(322)	(292)
EBT	2.434	3.261	3.962	4.280	4.775
Nachhaltiger Investitionsbedarf in das Nettoumlaufvermögen					(85)
Δ Nettoverschuldung zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote					48
EBT abzgl. Cashflow relev. Anpassungen in der Ewigen Rente	2.434	3.261	3.962	4.280	4.737
Steuern	(805)	(1.064)	(1.276)	(1.372)	(1.537)
Jahresüberschuss	1.629	2.197	2.686	2.908	3.237
auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	(1.213)	(1.387)	(1.582)	(1.692)	(1.595)
Auf DISO entfallender Jahresüberschuss	416	810	1.104	1.215	1.642
Thesaurierung	(416)	(810)	(1.104)	(1.215)	(1.642)
Ausschüttung	-	-	-	-	-
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	146	284	386	425	1.605
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	(19)	(37)	(51)	(56)	(212)
Zu diskontierende Nettoeinnahmen	126	246	335	369	1.393
<i>Rohergebnis-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>64,7%</i>	<i>65,0%</i>	<i>64,9%</i>	<i>64,7%</i>	<i>64,8%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>15,7%</i>	<i>18,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,2%</i>	<i>21,0%</i>
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>11,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,7%</i>

Quelle: A&M Analyse

Fiktive Zurechnung thesaurierter Beträge

431 Hinsichtlich der Ableitung der persönlichen Ertragsteuern auf die fiktive Zurechnung thesaurierter Beträge hat die Bewertungsgutachter einen Steuersatz von 13,19% berücksichtigt, was dem hälftigen Steuersatz der persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 26,38% entspricht. Wie zuvor erwähnt, wurde seitens der Bewertungsgutachterin von einer Besteuerung der inflationsbedingten Kursgewinne in der Ewigen Rente abgesehen.

4.2.9 Kapitalisierungszinssatz

- 432 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 433 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelden (die sog. Risikozuschlagsmethode).⁵⁴ Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) eingehen, ist ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 434 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 435 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 436 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern ($k_{EK \text{ nach pers. Steuern}}$) als Summe aus dem risikofreien Basiszinssatz (r_f) nach Steuern und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die durch Multiplikation des unternehmensspezifischen Betafaktors ($\beta_{versch.}$) mit der Marktrisikoprämie nach Steuern ($MRP_{nach \text{ pers. Steuern}}$) ermittelt wird:

$$k_{EK \text{ nach pers. Steuern}} = r_f \cdot (1 - s) + MRP_{nach \text{ pers. Steuern}} \cdot \beta_{versch.}$$

mit s – typisierter Steuersatz.

- 437 Durch die explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Tax-CAPM führt dessen Anwendung im Rahmen der Bewertung zu einer realitätsgerechten Abbildung steuerlicher Zusammenhänge. Das Tax-CAPM ist sowohl in der Wissenschaft als auch unter Bewertungspraktikern allgemein anerkannt und wird auch in der Rechtsprechung nicht beanstandet.
- 438 Im Folgenden wird die Ermittlung der Parameter Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor erläutert und Stellung zur Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin angesetzten Parameter der Kapitalkosten genommen.

4.2.9.1 Ableitung des Basiszinssatzes

- 439 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im Rahmen der objektivierte Unternehmensbewertung erfolgt anhand der

⁵⁴ Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sichereren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

- 440 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 441 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 442 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte und – bei einem Basiszinssatz von weniger als 1,0% – auf 1/10%-Punkte gerundet.
- 443 Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen 3-Monats Zeitraum vor dem Tag der Unterzeichnung ihrer Gutachtlichen Stellungnahme geglättet. Der errechnete gerundete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin 2,75% vor Steuern und rund 2,02% nach persönlichen Einkommensteuern.
- 444 Wir haben die Ableitung des barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen.
- 445 Wir halten den von der Bewertungsgutachterin angesetzten risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 2,75% vor persönlichen Ertragsteuern und 2,02% nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht und angemessen.

4.2.9.2 Ableitung der Marktrisikoprämie

Die Empfehlung des FAUB

- 446 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.
- 447 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex-ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.
- 448 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6% - 8% anzuheben. Dies führt zu einer entsprechenden leichten Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5% - 6,5% (vgl. *Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).
- 449 Der Hintergrund dieser Anpassung der Marktrisikoprämie war durch die Beobachtung begründet, dass die Zinsstrukturkurve über mehrere Jahre im negativen Bereich verläuft. Zum damaligen Zeitpunkt drohte der Basiszinssatz negativ zu werden. Diese Entwicklung ist zu den Bewertungsstichtagen im Juni 2020 bzw. November 2020 – März 2021 eingetroffen.

- 450 Für die bisherige Empfehlung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,5% bis 7% würde dies bedeuten, dass sie einer Gesamtmarktrenditeerwartung von 5,5% bis 7% entsprechen würde. Der FAUB hat daher überprüft, ob eine solche gesunkene Gesamtrenditeerwartung von 5,5% bis 7% am Markt beobachtbar sei. Auf Basis verschiedenster Analysen wurde jedoch festgestellt, dass sich die Gesamtrendite in einer Bandbreite von rd. 7% bis 9% bewegt.⁵⁵
- 451 Daher hat der FAUB die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6% bis 8% und nach persönlichen Einkommensteuern auf 5,0% bis 6,5% angehoben.
- 452 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen* vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreite der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt.

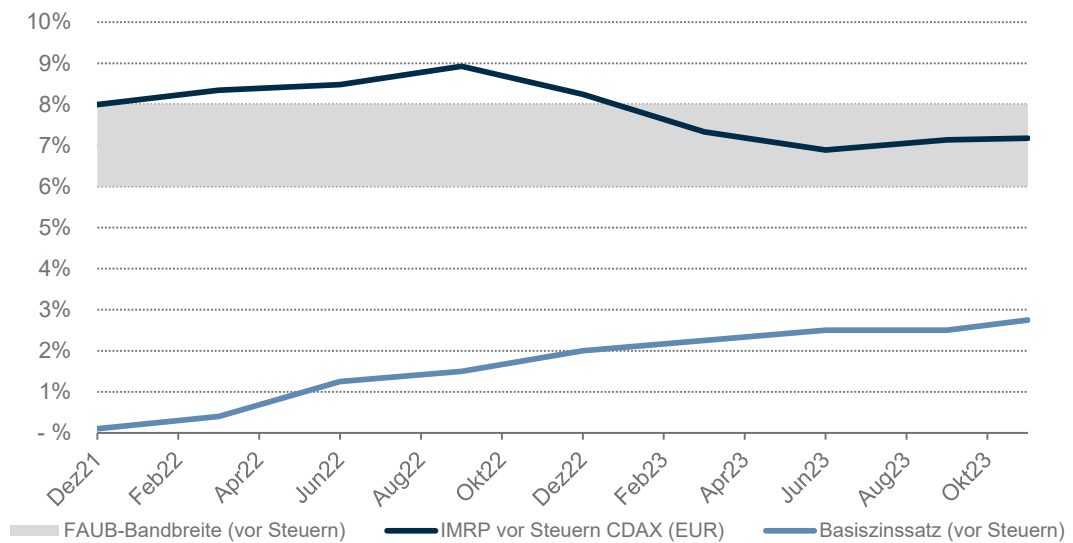
Ableitung impliziter Marktrisikoprämien vor Steuern

- 453 Da Unternehmensbewertungen zukunftsorientiert erfolgen, erachten wir ex ante-Analysen für die Ableitung impliziter (erwarteter) Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien als aussagekräftiger im Vergleich zu ex post-Analysen. Diese Modelle ermöglichen eine stichtagsbezogene zukunftsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien).
- 454 Das von A&M entwickelte Modell zur Ableitung impliziter Marktrisikoprämien setzt die Marktkapitalisierung der betrachteten Unternehmen mit den Unternehmenswerten dieser Unternehmen gleich. Die Unternehmenswerte der betrachteten Unternehmen werden im Rahmen der Berechnungen basierend auf Konsensprognosen zukünftiger Dividenden für jedes Unternehmen abgeleitet. Die Summe der erwarteten Dividenden wird mit einem für alle Unternehmen einheitlichen Kapitalkostensatz diskontiert, der die Summe der Barwerte der erwarteten Cashflows mit der Gesamtkapitalisierung gleichsetzt. Dieser Zinssatz wird iterativ ermittelt und reflektiert die erwartete Aktienrendite vor Einkommensteuern. Bei Abzug des risikolosen Zinssatzes ergibt sich die Marktrisikoprämie vor Einkommensteuern. Wird hingegen die erwartete Aktienrendite um Effekte aus Einkommensteuern und in einem zweiten Schritt um den risikolosen Zinssatz nach Einkommensteuern gekürzt, resultiert aus dieser Berechnung die implizite Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern.⁵⁶
- 455 Die von uns ermittelte Marktrisikoprämie reagiert sensitiv auf die Verwendung der nachhaltigen Wachstumsrate in der Ewigen Rente. Je niedriger die Wachstumsrate in der Ewigen Rente ist, desto niedriger ist auch die ermittelte Marktrisikoprämie. In Einklang mit der überwiegenden Anzahl der durchgeführten Unternehmensbewertungen bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen haben wir die Wachstumsrate der Ewigen Rente für unser Modell mit 1,00% angesetzt.
- 456 Unsere Ergebnisse für die Marktrisikoprämie vor Steuern anhand des CDAX für den Zeitraum vom Dezember 2021 bis einschließlich November 2023 sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst:

⁵⁵ Vgl. IDW: Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB, Mitteilung vom 25.10.2019, abrufbar unter <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub.html> (abgerufen am 15.03.2023).

⁵⁶ Vgl. Laas/ Makarov: Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien in Zeiten von Krisen, in: WPg 2020, S. 982 ff.

Abbildung 32: Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; IWF; Eigene Darstellung.

457 Wie der Abbildung zu entnehmen ist, befand sich die anhand des CDAX ermittelte implizite Marktrisikoprämie vor Steuern bis ungefähr Anfang 2023 oberhalb und seit Anfang 2023 im Korridor der aktuellen FAUB-Empfehlung. Ende November 2023 liegt die anhand des CDAX ermittelte implizite Marktrisikoprämien bei 7,18% und somit leicht über dem Mittelwert der aktuellen FAUB-Empfehlung.

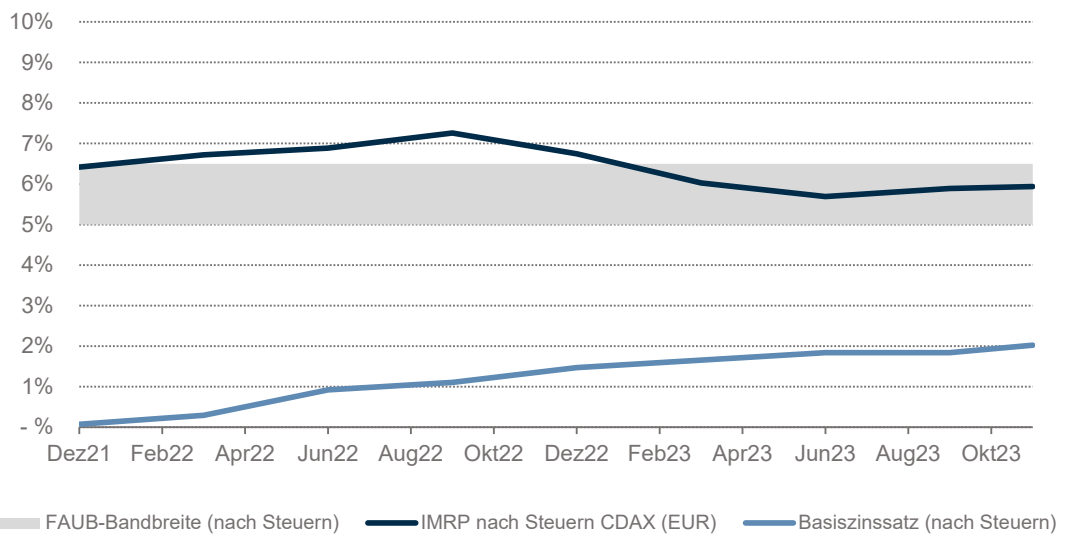
Ableitung impliziter Marktrisikoprämien nach Steuern

458 Für die Ableitung der Kapitalkosten nach Einkommensteuern wird die erwartete Aktienrendite in eine Kursgewinnrendite (50%) und eine Dividendenrendite (50%) aufgeteilt. Der FAUB geht von einer Steuerbelastung der Dividenden i.H.v. 26,38% aus. Die Steuerbelastung auf Kursgewinne wird wiederum vereinfachend mit dem hälftigen Steuersatz für die Dividenden angesetzt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Es ergibt sich eine Einkommensteuerbelastung der impliziten Vorsteuer-Rendite aus Aktien i.H.v. 19,78%.

459 Ausgehend von einer impliziten Aktienrendite für den CDAX vor Einkommensteuern i.H.v. 9,93% zum 30.11.2023 ergibt sich demnach eine Aktienrendite nach Einkommensteuern i.H.v. 7,96%, aufgeteilt in eine Dividendenrendite nach Einkommensteuern i.H.v. 3,65% und in eine Kursgewinnrendite nach Einkommensteuer i.H.v. 4,31%. Bei einem Basiszins i.H.v. 2,75% vor Einkommensteuern bzw. 2,02% nach Einkommensteuern ergibt sich folglich eine Marktrisikoprämie i.H.v. rd. 5,94% für den CDAX nach Einkommensteuern.

460 Die Entwicklung der nationalen impliziten Marktrisikoprämie nach Steuern anhand des CDAX ist der folgenden Abbildung zu entnehmen:

Abbildung 33: Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; IWF; Eigene Darstellung.

- 461 Die Abbildung zeigt, dass im November 2023 die anhand des CDAX ermittelte implizite Marktrisikoprämie i.H.v. 5,94% nach Steuern leicht über dem Mittelwert der aktuellen FAUB-Empfehlung liegt.

Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 462 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75% festgelegt. Diese entspricht dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite nach Steuern, der in den meisten Fällen bei den Bewertungen im Rahmen der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird. Aufgrund der eigenen oben beschriebenen Analysen erachten wir eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75% als angemessen.

4.2.9.3 Ableitung des Betafaktors

- 463 Die Risikoprämie muss auf die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst werden. Im Rahmen des CAPM geschieht dies mithilfe des sog. Betafaktors. Der Betafaktor ist das Maß für die Sensitivität der Unternehmensrendite gegenüber den Veränderungen der Gesamtmarktrendite. Er beschreibt, inwiefern der Aktienkurs die Wertentwicklung eines Marktindex nachvollzieht, der das Marktportfolio repräsentiert. Der Betafaktor reflektiert das durch die Wertpapiermischung nicht eliminierbare, sog. systematische, Risiko einer Investition im Verhältnis zur Investition in das Marktportfolio. Er wird wie folgt ermittelt:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_M, r_i)}{\text{Var}(r_M)}$$

- mit β_i – der unternehmensspezifische Betafaktor,
 r_i – Aktienrendite,
 r_M – Marktrendite bzw. Rendite eines Aktienindex,
 $\text{Var}(r_M)$ – Varianz der Marktrenditen bzw. Varianz der Renditen des Aktienindex.

- 464 Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass die Rendite der betrachteten Aktie überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor von eins besagt, dass die Rendite der Aktie in gleichem Maße wie der Markt schwankt. Ein positiver Betafaktor kleiner eins drückt aus, dass die Rendite der Aktie zwar in die gleiche Richtung wie die Marktrendite schwankt, aber unterproportional auf deren Änderungen reagiert.

- 465 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.
- 466 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindex als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.
- 467 Die empirisch gewonnenen Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen sie sog. verschuldeten (oder levered) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten (oder unlevered) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet. Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.
- 468 Im Folgenden beschreiben wir zunächst die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Ableitung des Betafaktors. Danach gehen wir auf unsere Feststellungen bei der Überprüfung des Betafaktors ein, den die Bewertungsgutachterin für die DISO ermittelt hat.

Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 469 Da die Aktie der DISO börsennotiert ist, hat die Bewertungsgutachterin zunächst den unternehmenseigenen Betafaktor analysiert. Hierzu wurden die Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence herangezogen. Die Bewertungsgutachterin hat festgestellt, dass die Aktien der DISO nicht liquide sind. Infolgedessen konnte im Ergebnis kein aussagekräftiger und unverzerrter empirischer Betafaktor aus den Handelsdaten der DISO-Aktie abgeleitet werden.
- 470 Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin den Betafaktor für die Bewertung der DISO Gruppe anhand einer Gruppe von Vergleichsunternehmen ermittelt. Hierzu hat sie ebenfalls auf Kapitalmarktdaten von S&P Global Market Intelligence zurückgegriffen. Die Bewertungsgutachterin leitete die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen auf monatlicher Basis für einen Fünf-Jahres-Zeitraum (Dezember 2018 bis November 2023) und auf wöchentlicher Basis für einen Zwei-Jahres-Zeitraum (Dezember 2021 bis November 2023) ab. Als Referenzindizes wurden der MSCI World-Index für das globale CAPM und repräsentative lokale Indizes für das lokale CAPM verwendet.
- 471 Auf Basis der vorgenommenen Analysen hat die Bewertungsgutachterin Ihrer Bewertung einen unverschuldeten Betafaktor von 1,2 zugrunde gelegt.
- 472 Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors sowie die Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsunternehmen anhand eigener Analysen untersucht.

Unternehmenseigener Betafaktor und der Betafaktor der Matica Fintec

- 473 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.

- 474 Im Zusammenhang mit der Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen ist im vorliegenden Bewertungsfall von Bedeutung, dass die Aktien der DISO im Freiverkehr an der Hamburger Wertpapierbörse gegen den Willen der Gesellschaft gehandelt werden. Bei einem Handel ausschließlich im Freiverkehr, der nicht von der Gesellschaft beantragt wurde, bestehen keine Ad-hoc Publizitätspflichten. Insofern ist eine effiziente Verarbeitung der kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen der DISO wesentlich beeinträchtigt.
- 475 Trotz dieser Beeinträchtigung haben wir die Effizienz der Informationsverarbeitung, die u.a. die zeitnahe Anpassung der Aktienkurse an Änderungen der Rahmenbedingungen beschreibt, anhand der Liquiditätskennzahlen beurteilt. Im Kontext der Betaermittlung gehören hierzu insbesondere:
- (i) die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
 - (ii) das Handelsvolumen,
 - (iii) der Handelsumsatz,
 - (iv) der Streubesitz (Free Float),
 - (v) das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz und die Handelsquote,
 - (vi) die Geld-Brief-Spannen (auch Bid-Ask-Spread (BAS) genannt) sowie
 - (vii) Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO.
- 476 Die Ergebnisse der von uns durchgeführten Liquiditätsanalyse sind für die Zeiträume von fünf und zwei Jahren vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme in Tabelle 11 zusammengefasst.

Tabelle 11: Liquiditätsanalyse der Aktie der DISO

Kennzahl / Kriterium	Einheit	2 Jahre v. Bekanntgabe	5 Jahre v. Bekanntgabe
Handelstage			
Anzahl der möglichen Handelstage	-	514	1.270
Anzahl der Handelstage mit Handelsvolumen > 0 in % zur Anzahl der möglichen Handelstage	- %	117 23%	351 28%
Tägliches Handelsvolumen			
Min	Stück	10	1
Max	Stück	110.460	110.460
Durchschnitt	Stück	3.759	4.324
Täglicher Handelsumsatz			
Min	EUR	7,50	1,40
Max	EUR	85.252	144.175
Durchschnitt	EUR	3.747	4.923
Streubesitz (Free Float)			
Ø-Streubesitz in % zur Anzahl der ausstehenden Aktien	%	25,76%	27,14%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote			
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,09%	0,10%
Handelsquote	%	0,02%	0,03%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt	%	12,98%	11,18%
Anzahl der Tage, an denen			
BAS > 1,00%	Tage	116	349
% der Beobachtungen	%	100%	100%
BAS > 2,00%	Tage	506	1.256
% der Beobachtungen	%	99%	99%
Kriterien zur Bestimmung der Marktmenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO			
Prozent der Handelstage mit Handelsvolumen > 0	%	23%	28%
Anzahl der Sprünge von +/- 5% bei Tagesschlusskursen	-	86	189
davon an nacheinander folgenden Tagen	-	27	65
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO	-	ja	ja

Quelle: Bloomberg, EQS-New s.

477 Wie aus Tabelle 11 ersichtlich, sind die Kriterien zur Bestimmung der Marktmenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO bei der DISO kumulativ erfüllt:

- (i) Der Handel mit den Aktien der DISO fand in den beiden betrachteten Perioden nur sporadisch statt: an 23% der Börsentage bei der Zwei-Jahres-Betrachtung und an 28% der Börsentage bei der Fünf-Jahres-Betrachtung.
- (ii) Gemäß unseren Analysen wurden in einem 5-Jahres-Zeitraum 189 Kurssprünge von über 5%, davon 65 Kurssprünge an nacheinander folgenden Tagen, und in einem 2-Jahres-Zeitraum 86 Kurssprünge von über 5%, davon 27 Kurssprünge an nacheinander folgenden Tagen, beobachtet.

478 Darüber hinaus weisen auch die weiteren ermittelten Liquiditätskennzahlen auf die Illiquidität der Aktien der DISO hin. Allein die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen an den Handelstagen übersteigen bei der Fünf-Jahres-Betrachtung 11% und steigen bei der Zwei-Jahres-Betrachtung auf rd. 13%.⁵⁷ Es existiert zwar keine allgemein anerkannte, einheitliche Grenzwelle für die Geld-Brief-Spanne, deren Überschreitung eindeutig auf die Illiquidität

⁵⁷ Werden in die Betrachtung die Geld-Brief-Spannen an den Tagen ohne Handel, aber mit festgestellten Kursen einbezogen, erhöht sich die Geld-Brief-Spanne bei der Zwei-Jahres-Betrachtung auf rd. 12%.

des Wertpapiers hindeutet. In der Rechtsprechung werden aber bereits Geld-Brief-Spannen von deutlich unter 2,0% als Zeichen mangelnder Liquidität gesehen.⁵⁸

- 479 Im Ergebnis halten wir für sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin von der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der DISO abgesehen hat.
- 480 Da DISO ihr operatives Geschäft eingestellt hat, hängt das operative Risiko der Gesellschaft vom operativen Risiko der Matica Fintec ab, deren Anteile DISO hält. Die Aktien der Matica Fintec werden an der Borsa Italiana unter der ISIN IT0005388449 gehandelt. Wir haben die Verwendbarkeit des Betafaktors der Matica Fintec geprüft. Hierzu wurden die unter Rn. 475 genannten Liquiditätskennzahlen der Matica Fintec ermittelt. Die wichtigsten Ergebnisse der von uns durchgeführten Liquiditätsanalyse sind für die Zeiträume von ungefähr vier Jahren (seit dem IPO) sowie für zwei Jahre zum 31.10.2023 in Tabelle 12 zusammengefasst.

⁵⁸ 1,25% als Obergrenze - LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht); bei 1,56% und 1,88% kein hinreichend liquider Handel – OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2015, Az. 21 W 26/13, Rn. 55 (zit. nach LaReDa); bei 1,59% und 1,60% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15, Rn. 134 (zit. nach openjur); bei über 1,63% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15, Rn. 152 (zit. nach openjur); bei 1,70% fehlende Liquidität – LG Stuttgart, Beschluss v. 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH, Rn. 120 (zit. nach Landesrechtsprechungsdatenbank Baden-Württemberg); bei 1,88% Illiquidität der Aktie – OLG Düsseldorf, Beschluss v. 22.03.2018, Az. 26 W 20/14, Rn. 103 (zit. nach juris); bei deutlich über 2,00% erhebliche Bedenken an der Liquidität - OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2017, Az. 21 W 75/15, Rn. 40 (zit. nach openjur).

Tabelle 12: Liquiditätsanalyse der Aktie der Matica Fintec

Kennzahl / Kriterium	Einheit	2 Jahre zum 31.10.2023	4 Jahre zum 31.10.2023
Handelstage			
Anzahl der möglichen Handelstage	-	512	1.013
Anzahl der Handelstage mit Handelsvolumen > 0	-	471	945
in % zur Anzahl der möglichen Handelstage	%	92%	93%
Tägliches Handelsvolumen			
Median	Stück	10.800	13.500
Durchschnitt	Stück	19.552	41.721
Täglicher Handelsumsatz			
Median	EUR	24.678	25.137
Durchschnitt	EUR	46.861	84.151
Streubesitz (Free Float)			
Ø-Streubesitz in % zur Anzahl der ausstehenden Aktien	%	38,70%	38,55%
Handelsvolumen zum Streubesitz			
Median-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,26%	0,33%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt	%	2,08%	2,01%
Anzahl der Tage, an denen			
BAS > 1,00%	Tage	394	772
% der Beobachtungen	%	84%	82%
BAS > 1,50%	Tage	367	656
% der Beobachtungen	%	72%	65%
BAS > 2,00%	Tage	238	445
% der Beobachtungen	%	46%	44%
Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO			
Prozent der Handelstage mit Handelsvolumen > 0	%	92%	93%
Anzahl der Sprünge von +/- 5% bei Tagesschlusskursen	-	34	71
davon an nacheinander folgenden Tagen	-	5	13
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO	-	nein	nein

Quelle: Bloomberg; Internetseite der Matica Group.

- 481 Wie aus Tabelle 9 hervorgeht, sind die Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO bei der Matica Fintec kumulativ nicht erfüllt:
- (i) Der Handel mit den Aktien fand in den beiden betrachteten Perioden an 92% der Börsentage bei der Zwei-Jahres-Betrachtung und an 93% der Börsentage bei der Vier-Jahres-Betrachtung statt.
 - (ii) Gemäß unseren Analysen wurden aber in einem Vier-Jahres-Zeitraum 71 Kurssprünge von über 5%, davon 13 Kurssprünge an nacheinander folgenden Tagen, und in einem Zwei-Jahres-Zeitraum 34 Kurssprünge von über 5%, davon 5 Kurssprünge an nacheinander folgenden Tagen, beobachtet.
- 482 Die nicht seltenen Kurssprünge, insb. an nacheinander folgenden Tagen, stellen einen Hinweis auf die eingeschränkte Liquidität der Aktien der Matica Fintec dar.
- 483 Einen weiteren Hinweis auf die eingeschränkte Liquidität der Aktien der Matica Fintec liefern die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen, die bei den beiden betrachteten Zeiträumen 2,00% übersteigen.⁵⁹ Im Vier-Jahres-Zeitraum liegen die relativen Geld-Brief-Spannen in 65% der Beobachtungen und im Zwei-Jahres-Zeitraum in 72% der Beobachtungen über 1,5%. Die Grenze von 2,00% wird in 44% der Fälle (Vier-Jahres-Zeitraum) bzw. 46% der Fälle (Zwei-

⁵⁹ Angaben in der Tabelle beziehen sich auf die Tage mit Handel. Werden in die Betrachtung die Geld-Brief-Spannen an den Tagen ohne Handel, aber mit festgestellten Kursen einbezogen, betragen die Geld-Brief-Spannen 2,1% in den beiden betrachteten Zeiträumen.

Jahres-Zeitraum) übertroffen. Wie oben bereits erwähnt, werden solche Werte in der Rechtsprechung als Indiz auf eine eingeschränkte Liquidität angesehen.

484 Im Ergebnis zeigt die durchgeführte Analyse, dass auch der Aktienkurs der Matica Fintec eine nur eingeschränkte Liquidität aufweist, um auf seiner Grundlage einen belastbaren Betafaktor zu ermitteln.

Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsgruppe

485 Da im vorliegenden Fall weder der eigene Betafaktor der DISO noch der Betafaktor der Matica Fintec infolge der eingeschränkten Liquidität ihrer Aktien zur Anwendung kommen konnten, wurde der Betafaktor anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der Fachliteratur anerkannt.⁶⁰ Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 4.1.10.1 erläutert.

486 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte⁶¹) analysiert. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:

- S&P Global 1200 sowie
- der jeweils breiteste lokale Aktienindex.⁶²

487 Um möglichen Verzerrungen der historischen Betafaktoren durch die COVID-19-Pandemie, die Niedrigzinsphase sowie durch den Krieg in der Ukraine entgegenzuwirken und eventuelle Ausreißer zu eliminieren, haben wir im Rahmen der Untersuchung der Peer Group-Betafaktoren die in die Regression einfließenden Aktien- und Indexrenditen winsorisiert. Hierzu haben wir die Renditen unterhalb des 2,5-Perzentils auf das 2,5-Perzentil und Renditen oberhalb des 97,5-Perzentils auf das 97,5-Perzentil gesetzt.

488 Die im Rahmen der Regression ermittelten verschuldeten Betafaktoren wurden unter Berücksichtigung der jeweiligen Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Regressionszeitraum in unverschuldete Betafaktoren überführt. Zur Überführung der verschuldeten in die unverschuldeten Betafaktoren haben wir die sog. Harris-Pringle-Anpassung herangezogen. Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen nach Winsorizing sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

⁶⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

⁶¹ Die Anzahl der verfügbaren Datenpunkte bei der IDP im Fünf-Jahres-Zeitraum beträgt 39.

⁶² Für BioSmart und IDP (beide Südkorea) - South Korea Kospi Composite Index, für Datasonic (Malaysia) - FTSE Bursa Malaysia KLCI Index, für Wuhan (China) - CSI 300 Index, für Zebra (USA) – S&P 500.

Tabelle 13: Unverschuldete Betafaktoren der Vergleichsunternehmen zum 30.11.2023 nach Winsorizing (5% der Verteilung)

Unternehmen	5 Jahre, global			2 Jahre, global			5 Jahre, lokal			2 Jahre, lokal			Gesamt Ø
	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	
Druckerhersteller und -vertreiber													
Datasonic	1,2	3,39	17%	Insig.	Insig.	Insig.	1,5	3,28	16%	Insig.	Insig.	Insig.	1,3
Zebra	1,8	8,74	57%	1,6	9,24	46%	1,5	9,25	60%	1,4	11,53	57%	1,6
IDP	1,2	4,28	33%	0,8	4,31	15%	0,7	3,86	29%	0,8	5,48	23%	0,9
Durchschnitt	1,4			1,2			1,2			1,1			1,2
Median	1,2			1,2			1,5			1,1			1,2
Drucker- und Kartenhersteller sowie sonstige von der Bewertungsgutachterin herangezogene Vergleichsunternehmen													
BioSmart	0,8	2,71	11%	0,5	2,48	6%	0,5	2,14	7%	0,5	3,12	9%	0,6
Datasonic	1,2	3,39	17%	Insig.	Insig.	Insig.	1,5	3,28	16%	Insig.	Insig.	Insig.	1,3
Identiv	1,8	3,93	21%	1,4	3,91	13%	1,6	4,12	23%	1,4	5,38	22%	1,6
Wuhan	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	0,8	3,49	11%	0,8
Zebra	1,8	8,74	57%	1,6	9,24	46%	1,5	9,25	60%	1,4	11,53	57%	1,6
IDP	1,2	4,28	33%	0,8	4,31	15%	0,7	3,86	29%	0,8	5,48	23%	0,9
Durchschnitt	1,4			1,1			1,2			1,0			1,1
Median	1,2			1,1			1,5			0,8			1,2

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Grau sind Unternehmen gekennzeichnet, die keine Druckerhersteller sind.

- 489 Zur Schätzung des Betafaktors haben wir sowohl die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen analysiert, die die Kartendrucker herstellen und vertreiben (oberer Teil der Tabelle 13) als auch die gesamte Peer Group der Bewertungsgutachterin, die neben den Druckerherstellern und -vertreibern auch Kartenhersteller sowie Anbieter der digitalen Sicherheitslösungen einschließt (unterer Teil der Tabelle 13).
- 490 Wie aus Tabelle 13 hervorgeht, bewegen sich die durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren der Druckerhersteller und -vertreiber - in Abhängigkeit von der eingenommenen Perspektive - in einer Bandbreite von 1,1 bis 1,4.
- 491 Der Durchschnitt der unverschuldeten Betafaktoren der erweiterten Peer Group schwankt zwischen 0,8 und 1,5.
- 492 Die Bewertungsgutachterin hat den unverschuldeten Betafaktor auf 1,2 geschätzt. Da dieser Wert innerhalb der von uns ermittelten Bandbreiten liegt, halten wir ihn für angemessen.

4.2.9.4 Wachstumsabschlag

- 493 Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert zum einen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage und zum anderen organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet.
- 494 Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.
- 495 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben.

496 Bei der Ableitung des Wachstumsabschlags für die DISO haben wir neben den Inflationserwartungen Statistiken und Prognosen zur Entwicklung der Plastikkarten, der digitalen Wallets sowie der mobilen Zahlungstransaktionen analysiert.

497 Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0% (vor persönlichen Steuern) angesetzt. Vor dem Hintergrund der durchgeführten Analysen erachten wir den Wachstumsabschlag von 1,0% (vor persönlichen Steuern) für angemessen.

Ermittlung der Kapitalkosten

498 Die nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der Kapitalkosten der DISO für den Detailplanungszeitraum sowie für die Ewige Rente auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

Tabelle 14: Ableitung der Kapitalkosten

	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	TV 2028
Basiszinssatz vor pers. Ertragssteuern	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Pers. Ertragsteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz nach pers. Ertragsteuern	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Verschuldungsgrad zu Periodenbeginn (D/E)	0,28	0,25	0,21	0,18	0,14
Betafaktor verschuldet	1,42	1,42	1,38	1,35	1,30
Kapitalisierungszins vor Wachstumsabschlag	10,17%	10,19%	9,95%	9,77%	9,52%
Wachstumsabschlag					(1,00%)
Kapitalisierungszinssatz	10,17%	10,19%	9,95%	9,77%	8,52%

Quelle: A&M Analyse

4.2.10 Ableitung des Ertragswerts

- 499 Die Bewertungsgutachterin ermittelt den Ertragswert der DISO Gruppe aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen, welche sich aus den zu kapitalisierenden Dividenden und den Wertbeiträgen aus Thesaurierung ergeben. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen werden die prognostizierten Ergebnisse von der Bewertungsgutachterin in einem ersten Schritt auf den technischen Bewertungsstichtag, den 31. Dezember 2023, diskontiert. Danach wird der so abgeleitete Ertragswert auf den Bewertungsstichtag, den 26. Januar 2024, aufgezinnt.
- 500 Wir haben den Wertansatz der Bewertungsgutachterin rechnerisch nachvollzogen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Ableitung des Ertragswerts der DISO Gruppe.

Tabelle 15: Ertragswert der DISO Gruppe

TEUR	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	TV 2028
EBITDA	4.029	4.982	5.676	6.144	6.774
Abschreibungen	(1.159)	(1.345)	(1.354)	(1.542)	(1.707)
EBIT	2.869	3.637	4.322	4.602	5.067
Finanzergebnis	(435)	(376)	(361)	(322)	(292)
EBT	2.434	3.261	3.962	4.280	4.775
Steuern	(805)	(1.064)	(1.276)	(1.372)	(1.537)
Jahresüberschuss	1.629	2.197	2.686	2.908	3.237
Nachhaltiger Investitionsbedarf in das Nettoumlaufvermögen					(85)
Δ Nettoverschuldung zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote					48
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	(1.213)	(1.387)	(1.582)	(1.692)	(1.595)
Auf DISO entfallender Jahresüberschuss	416	810	1.104	1.215	1.605
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	146	284	386	425	1.605
Pers. Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	(19)	(37)	(51)	(56)	(212)
Nettoeinnahmen	126	246	335	369	1.393
Kapitalisierungszinssatz	10,17%	10,19%	9,95%	9,77%	8,52%
Diskontfaktor	1,00	0,91	0,82	0,75	0,68
Diskontierte Nettoeinnahmen	115	203	251	252	11.153
Ertragswert zum 31. Dezember 2023	11.974				
Aufzinsungsfaktor	1,007				
Ertragswert zum 26. Januar 2024	12.057				

Quelle: A&M Analyse

- 501 Für die DISO Gruppe ergibt sich somit zum 31. Dezember 2023 ein Ertragswert i.H.v. TEUR 11.978. Nach Aufzinsung zum Bewertungsstichtag beträgt der Ertragswert TEUR 12.057.

4.2.11 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

- 502 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen liegt im Sinne des IDW S1 i.d.F. 2008 vor, wenn dessen Veräußerung möglich ist, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren. Im Sinne dieser Definition lag zwar kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen, aber der gesondert anzusetzende Sonderwert zum steuerlichen Einlagekonto vor. Darüber hinaus haben wir da Vorliegen etwaiger Nachteilsausgleichsansprüche geprüft.

Steuerliches Einlagekonto

- 503 Zum 31. Dezember 2021 bestand für die DISO ein steuerliches Einlagekonto (§27 neu KStG) in Höhe von EUR 29,4 Mio.
- 504 Die Bewertungsgutachterin hat das steuerliche Einlagekonto als Sonderwert in der Ableitung des Unternehmenswerts der DISO berücksichtigt.

TEUR

Höhe des steuerlichen Einlagekontos zum 31. Dezember 2021	29.104
Barwert des Steuereffekts zum 31. Dezember 2023	1.281
<i>Effektiver Steuervorteil</i>	4,4%
Aufzinsungsfaktor	1,007
Barwert des Steuereffekts zum 26. Januar 2024	1.290

Quelle: A&M Analyse

505 Wir haben die Berechnung der Bewertungsgutachterin zur Höhe des Sonderwerts aus dem steuerlichen Einlagekonto nachvollzogen. Es ergaben sich keine Beanstandungen.

Etwaige Nachteilsausgleichsansprüche

506 Unsere Bestellung als Prüferin des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Matica Group und DISO beinhaltet neben der Überprüfung der angemessenen Abfindung und Ausgleichszahlung auch eine Überprüfung der Konditionen der Übertragung des wesentlichen Vermögens und des gesamten operativen Geschäfts durch die Matica Technologies AG auf die Matica Group durch den Vertrag vom 5. März 2021 („Veräußerungsvertrag“). Hintergrund ist die Frage, ob bei der Transaktion eine für die Matica Group sehr vorteilhafte Veräußerung vorlag und infolgedessen etwaige Nachteilsausgleichsansprüche gem. §§ 311 ff., 317 AktG gegen die Matica Group vorliegen.

507 Wir haben eine Überprüfung der damaligen zu Verkaufszwecken durchgeführten Bewertung durchgeführt. Unsere Analysen haben keinen Anhaltspunkt dafür gegeben, dass die damaligen Bewertungsgutachten den Wert der verkauften Beteiligungen zu niedrig angesetzt haben.

508 Für eine detaillierte Übersicht der von uns durchgeführten Analysen verweisen wir auf Anhang A&M-003.

4.2.12 Plausibilisierung anhand vergleichender Multiplikatorenbewertung

Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren

- 509 Um den abgeleiteten Ertragswert der DISO Gruppe zu plausibilisieren, wurden zusätzlich EBITDA-Multiplikatoren von börsennotierten Vergleichsunternehmen herangezogen. Aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit von Analysteneinschätzungen haben wir uns dabei ausschließlich auf die Finanzkennzahlen der Peer Group im letzten Zwölf-Monats-Zeitraum (LTM) gestützt. Die Herleitung der Multiplikatoren sowie die Wertableitung ist in Tabelle 16 dargestellt.
- 510 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Bewertung haben wir ausschließlich Vergleichsunternehmen einbezogen, die sich auf die Herstellung und den Vertrieb von Kartendruckern spezialisieren und somit dem Geschäftsmodell der DISO sehr ähnlich sind. Aus diesem Grund haben wir die Unternehmen Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. (EBITDA-Multiplikator: 68,6x) und Biosmart Co., Ltd. (EBITDA-Multiplikator: 3,9x) sowie Identiv, Inc., das ein negatives EBITDA aufweist, bewusst aus unserer Analyse ausgeschlossen. Eine Berücksichtigung der Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. und der Biosmart Co., Ltd. hätten jedoch keinen Einfluss auf Bewertungsergebnis gehabt.
- 511 Unter Berücksichtigung des Medianwertes der EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen haben wir eine Multiplikatoren-Bandbreite in einem Korridor von 2,0x um den Medianwert abgeleitet. Somit ergibt sich eine Mutliplikatoren-Bandbreite von 8,0x bis 10,0x.
- 512 Anhand dieser Bandbreite haben wir sodann die Bandbreite des Gesamtunternehmens (vor Minderheiten) auf Basis des geplanten bereinigten EBITDA für das Jahr 2023 abgeleitet. Abzüglich der Netto-Finanzverbindlichkeiten ergibt sich die Wertbandbreite des Eigenkapitals vor Minderheiten.
- 513 Im nächsten Schritt haben wir den Marktwert der Minderheiten der Matica Fintec durch einen 20-Tages-Durchschnitt der Marktkapitalisierung ermittelt und von der zuvor berechneten Wertbandbreite abgezogen. Zusätzlich haben wir den Sonderwert des steuerlichen Einlagekontos zur Wertbandbreite hinzuaddiert.
- 514 Im Ergebnis ergibt sich eine gerundete Wertbandbreite des Eigenkapitals von TEUR 8.200 bis TEUR 13.800, entsprechend einen Wert pro Aktie von EUR 0,53 bis EUR 0,89. Der im Ertragswertverfahren ermittelte Wert pro Aktie von EUR 0,86 liegt somit innerhalb der Wertbandbreite basierend auf einer Bewertung durch Börsenmultiplikatoren

Tabelle 17: Wertableitung über Börsenmultiplikatoren

Vergleichsunternehmen	Währung	EV EBITDA		EV/EBITDA
		in Mio.	in Mio.	
Datasonic Group Berhad	MYR	1.177	131	9,0x
Zebra Technologies Corporation	USD	13.586	943	14,4x
IDP Corp., Ltd.	KRW	19.257	8.640	2,2x
Mittelwert				8,5x
Median				9,0x
Obere Bandbreite (A&M)				10,0x
Median				9,0x
Untere Bandbreite (A&M)				8,0x
Bereinigtes EBITDA 2023 in TEUR (vor Minderheiten)				2.834
Wertbandbreite des Gesamtunternehmens (vor Minderheiten)		22.588	-	28.255
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten in TEUR		(7.268)		(7.268)
Wertbandbreite des Eigenkapitals in TEUR (vor Minderheiten)		15.321	-	20.988
(-) Marktwert der Minderheiten der Matica Fintec ¹ in TEUR		(8.458)		(8.458)
(+) Sonderwert Steuerliches Einlagekonto in TEUR		1.290		1.290
Wertbandbreite des Eigenkapitals in TEUR, gerundet		8.200	-	13.800
Anzahl der Aktien in Tsd.		15.436		15.436
Wert pro Aktie in EUR		0,53	-	0,89

Quelle: S&P Capital IQ, Unternehmensinformationen, A&M Analyse

¹ 20-Tages-Durchschnitt der Marktkapitalisierung.

515 Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

516 Aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind. Der Analysezeitraum umfasst Transaktionen der letzten zehn Jahre.

517 Für die Suche nach M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurde neben der Plattform des Finanzinformationsdienstleisters S&P Global Market Intelligence auch auf die Plattform Mergermarket vom Marktanalysenanbieter ION Analytics zurückgegriffen. Analog zur Vorgehensweise bei der Auswahl der Peer Group wurden die Filterungsschritte nach Industrie und Geschäftsbeschreibung übernommen. Des Weiteren wurden nur Transaktionen berücksichtigt, die einen positiven impliziten EV/EBITDA-Multiplikator aufweisen.

518 Für die Suche bei Mergermarket haben wir im ersten Schritt nur Unternehmen berücksichtigt die in den von Mergermarket klassifizierten Industrien *IT Consulting, Computer peripherals, Electronic components, Industrial automation, Industrial equipment and machinery, Business support services, Business products, Printing and binding* oder *Optical scanning equipment* tätig sind. Davon ausgehend haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, bei denen in ihrer Geschäftsbeschreibung mindestens eines der folgenden Worte vorkommt: *ID Security, Smart Card, Plastic Card, e-ID, Identity, National ID, Secure ID* oder *EMV*. In einem letzten Filterschritt wurden nur Transaktionen berücksichtigt, bei denen der Verkaufspreis veröffentlicht wurde.

519 Nach den oben beschriebenen Kriterien haben wir somit insgesamt 169 Transaktionen identifiziert. Da die Filterungsschritte nicht unmittelbar zu M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen führten, wurden von uns die Geschäftsmodelle der jeweiligen Zielunternehmen genauer analysiert. Von uns wurden nur Transaktionen berücksichtigt mit Zielunternehmen, die im selben Markt tätig sind und einen Produktbezug zur DISO Gruppe aufweisen. Die Liste der Transaktionen von vergleichbaren Unternehmen verkürzte sich nach diesem Schritt auf lediglich auf eine Transaktion. Eine Übersicht dieser Transaktion kann dem Anhang A&M-002 entnommen werden.

520 Am 20. September 2023 erwarb die HID Global SAS Dde Evolis SA, ein Produzent von verschiedenen Drucksystemen und Lösungen zur Personalisierung von ID- und Zahlungskarten. Der implizite EBITDA-Multiplikator dieser Transaktion beträgt 9,3x.

521 Analog zu unserer Vorgehensweise bei der Bewertung durch Börsenmultiplikatoren haben wir eine Wertbandbreite abgeleitet, die Netto-Finanzverbindlichkeiten und den Marktwert der Minderheiten der Matica Fintec zum Abzug gebracht sowie den Sonderwert des steuerlichen Einlagekontos hinzuaddiert.

522 Die ermittelte gerundete Wertbandbreite des Eigenkapitals beträgt somit zwischen TEUR 11.100 und TEUR 13.900. Dies entspricht einem Wert pro Aktie von EUR 0,72 bis EUR 0,90. Der durch das Ertragswertverfahren ermittelte Wert pro Aktie von EUR 0,86 liegt somit innerhalb der Wertbandbreite basierend auf einer Bewertung durch Transaktionsmultiplikatoren.

Tabelle 18: Wertableitung über Transaktionsmultiplikatoren

Datum Closing	Zielunternehmen	Land	Erwerber	Transaktionsdetails			
				übern. Anteile	Impliz. in TEUR	EV in TEUR	EBITDA EV/EBITDA
20.09.2023	Evolis SA	Frankreich	HID Global SAS	14%	205.474	22.126	9,3x
Obere Bandbreite (A&M)							10,0x
Median							9,3x
Untere Bandbreite (A&M)							9,0x
Bereinigtes EBITDA 2023 in TEUR (vor Minderheiten)							2.834
Wertbandbreite des Gesamtunternehmens in TEUR (vor Minderheiten)					25.503	-	28.336
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten in TEUR					(7.268)		(7.268)
Wertbandbreite des Eigenkapitals in TEUR (vor Minderheiten)					18.235	-	21.069
(-) Marktwert der Minderheiten der Matica Fintec ¹ in TEUR					(8.458)		(8.458)
(+) Sonderwert Steuerliches Einlagekonto in TEUR					1.290		1.290
Wertbandbreite des Eigenkapitals in TEUR, gerundet					11.100	-	13.900
Anzahl der Aktien in Tsd.					15.436		15.436
Wert pro Aktie in EUR					0,72	-	0,90

Quelle: S&P Capital IQ, Unternehmensinformationen, A&M Analyse

¹ 20-Tages-Durchschnitt der Marktkapitalisierung.

4.2.13 Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

523 Wir haben den von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses der DISO, die Durchschnittsbildung sowie die grundsätzliche Verwendbarkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den stattgefundenen Handel, eine eventuelle Markteng und die möglichen Kursmanipulationen überprüft. Im Folgenden gehen wir auf unsere Feststellungen ein.

Relevanter Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses

524 Am 18. Oktober 2023 veröffentlichte die DISO durch eine Ad-hoc-Mitteilung die Absicht, mit der Matica Group einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen, bei dem die DISO das beherrschte Unternehmen und einen etwaigen Gewinn an die Matica Group abzuführen hat.

525 Die Bewertungsgutachterin hat als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 17. Oktober 2023, dem letzten Tag vor der Mitteilung über den beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, endet. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

526 Gemäß der Rechtsprechung des BGH⁶³ ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren Zeitraum“. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 18. November 2023 und dem Tag der Hauptversammlung am 26. Januar 2024 ein deutlich kürzerer Zeitraum. In Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin halten wir die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses für nicht erforderlich.

Durchschnittsbildung

527 Im Jahr 2016 hatte DISO die frühere Einbeziehung ihrer Aktien in den damaligen Entry Standard der Deutsche Börse AG gekündigt. Seitdem besteht keine von der Gesellschaft beantragte oder genehmigte Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem regulierten Markt. Die Einbeziehung der Aktien in den Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg erfolgte und erfolgt gegen den Willen der Gesellschaft. Die Aktien der DISO werden an der Börse Hamburg unter der ISIN DE000A0JELZ5 (WKN A0JELZ) gehandelt.

528 Da die Aktien der DISO nicht im regulierten Markt, sondern im Freiverkehr notiert werden, wird von der BaFin kein gültiger Mindestpreis nach den Vorgaben des § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO errechnet. Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin den umsatzgewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum selbst abgeleitet. Dieser beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin EUR 0,86.

529 Wir haben den genannten Wert basierend auf Daten der Finanzinformationsdienstleister Bloomberg und S&P Global Market Intelligence überprüft. Der gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der DISO im Zeitraum vom 18. Juli 2023 bis zum 17. Oktober 2023 liegt ebenso bei EUR 0,86.

Verwendbarkeit des Börsenkurses

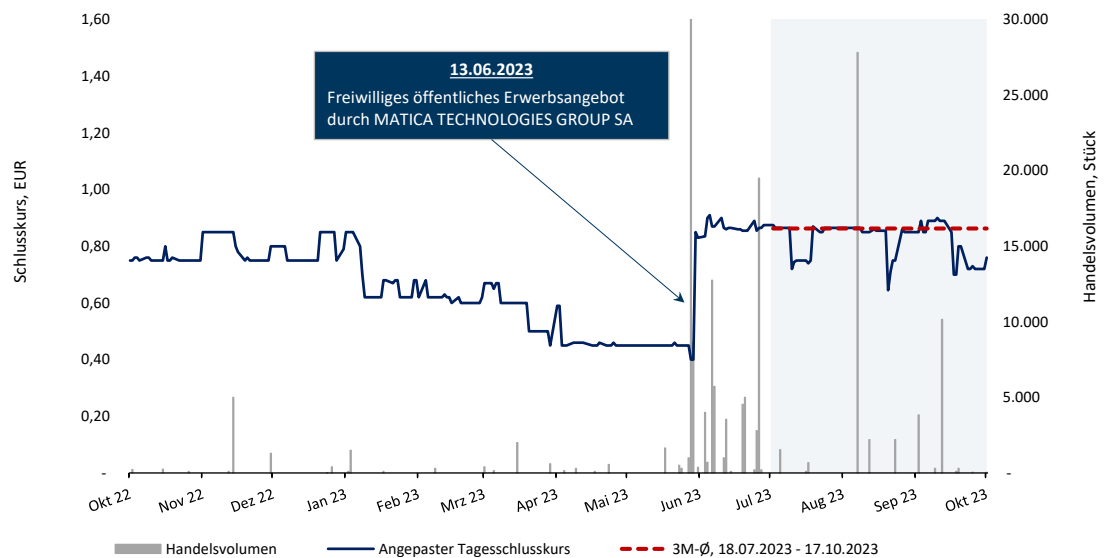
530 Ferner hat die Bewertungsgutachterin die beiden Kriterien des § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO untersucht und ist zum Ergebnis gekommen, dass eine nachweisbare Markteng im Sinne der Kriterien der WpÜG-AngVO vorliegt und der oben angegebene durchschnittliche Börsenkurs als Indikator für den Verkehrswert der Aktie angesehen werden kann.

531 Wir haben ebenso geprüft, ob die Kriterien zur Markteng gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO bei analoger Anwendung auf einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im vorliegenden Fall erfüllt sind und der durchschnittliche Börsenkurs der DISO einen belastbaren Hinweis für die Untergrenze der Abfindung darstellt.

⁶³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010, Az. II ZB 18/09, Stollwerck-Entscheidung.

532 Die nachstehende Abbildung zeigt den Kursverlauf, die Handelsvolumina sowie den umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktien der DISO im Zeitraum vom Oktober 2022 bis Oktober 2023. Grau schraffiert ist der Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme.

Abbildung 34: Entwicklung des Börsenkurses und des Handelsvolumens der Aktien der DISO vom 18. Juli 2023 bis zum 17. Oktober 2023



Quelle: Bloomberg; Eigene Darstellung.

533 Im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme sind beide Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO zum Vorliegen einer Marktenge erfüllt:

- (i) Wie aus der Abbildung ersichtlich, fand der Handel mit den Aktien der DISO nur sporadisch statt: auf Grundlage von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg lediglich an 13 von 66 Börsentagen und somit an 20% der Börsentage.
- (ii) Im Referenzzeitraum lassen sich zehn Kurssprünge von mehr als 5% feststellen, zwei davon an nacheinander folgenden Tagen (mit Handel) – im Zeitraum vom 5. September bis zum 7. September 2023.

534 Ferner sei anzumerken, dass auch die von uns durchgeführte Liquiditätsanalyse auf eine stark eingeschränkte Liquidität der DISO-Aktien hinweist. Allein die relative Geld-Brief-Spanne (an Tagen mit Handel) liegt im relevanten Drei-Monats-Zeitraum im Durchschnitt bei fast 16% und im Median bei fast 12%.

535 Im Ergebnis halten wir den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der DISO für nicht belastbar, um einen validen Hinweis auf den Desinvestitionswert bzw. die Untergrenze der Abfindung zu geben.

536 Der Vollständigkeit halber sei zu erwähnen, dass die Anwendung des Börsenkurses als maßgebliche Bewertungsmethode im vorliegenden Fall allein schon aufgrund der fehlenden Verkehrsfähigkeit der DISO-Aktien nicht möglich ist.

Ergebnis

537 Der von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der DISO im Zeitraum vom 18. Juli 2023 bis zum 17. Oktober 2023 beträgt EUR 0,86. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass im vorliegenden Bewertungsfall eine Marktenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vorliegt und der ermittelte umsatzgewichtete Börsenkurs als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht angesehen werden kann. Da der anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert dem umsatzgewichteten Börsenkurs entspricht, kann dahingestellt sein, ob der Börsenkurs im vorliegenden Fall die Untergrenze der Abfindung bildet.

4.2.14 Angemessenheit der festgelegten Abfindung

538 Der durch die Bewertungsgutachterin ermittelte Wert des Eigenkapitals für die DISO stellt sich zum 26. Januar wie folgt dar:

Unternehmenswert und Wert je Aktie

539 Die Bewertungsgutachterin hat unter Berücksichtigung des Sonderwerts aus dem steuerlichen Einlagekonto einen Unternehmenswert zum 26. Januar 2024 i.H.v. TEUR 13.347 ermittelt. Die folgende Tabelle zeigt die Ableitung des Unternehmenswerts und des Werts je Aktie:

TEUR	
Ertragswert zum 31. Dezember 2023	11.974
(+) Sonderwert: Steuerliches Einlagekonto	1.281
Unternehmenswert zum 31. Dezember 2023	13.255
Aufzinsungsfaktor	1,007
Unternehmenswert zum 26. Januar 2024	13.347
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.436
Unternehmenswert je Aktie zum 26. Januar 2024 (EUR)	0,86

Quelle: A&M Analyse

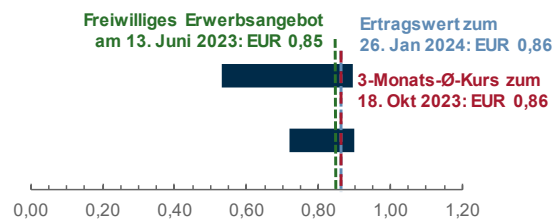
Vergleichende Übersicht

540 In der nachfolgenden Abbildung haben wir die Ergebnisse der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie den ermittelten Ertragswert zusammengefasst:

Tabelle 19: Wert je Aktie - Ergebnisübersicht

EUR je Aktie	Untere Bandbreite	Obere Bandbreite
Abgeleitete Unternehmenswerte je Aktie		
Börsenmultiplikatoren		
EV/EBITDA	0,53	0,89
Transaktionsmultiplikatoren		
EV/EBITDA	0,72	0,90
Multiplikator-Wertbandbreite	0,53	0,90
Freiwilliges Erwerbsangebot am 13. Juni 2023		0,85
3-Monats-Durchschnittskurs zum 18. Oktober 2023		0,86
Ertragswert zum 26. Januar 2024		0,86

Quelle: A&M Analyse



541 Für die DISO Gruppe ergibt sich ein objektiver Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag am 26. Januar 2024 i.H.v. TEUR 12.056. Zuzüglich des Sonderwertes des steuerlichen Einlagenkontos i.H.v. TEUR 1.290 beträgt der Wert des Eigenkapitals TEUR 13.347. Auf Basis der 15.436.467 im Umlauf befindlichen Stückaktien der Gesellschaft ergibt sich ein anteiliger Unternehmenswert je Aktie i.H.v. EUR 0,86. Dieser Wert entspricht dem 3-Monats-Durchschnittskurs zum 18. Oktober 2023 und liegt geringfügig über dem freiwilligen Erwerbsangebot i.H.v. 0,85 EUR vom 13. Juni 2023.

542 Der von uns der Bewertungsgutachterin ermittelte Wert wird durch die EBITDA-Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren bestätigt.

Die durch den Vorstand der Matica Group festgelegte Abfindung pro Aktie von EUR 0,86 stellt somit eine angemessene Abfindung im Sinne des § 305 Abs. 1 AktG dar.

4.2.15 Besondere Schwierigkeiten bei der Prüfung der Bewertung und divergierende Auffassungen

4.2.15.1 Besondere Schwierigkeiten

543 Im Rahmen der Prüfung der von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Bewertung haben wir folgende besondere Schwierigkeiten im Sinne der §§ 293e Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. 327c Abs. 2 Satz 4 AktG bei der Bewertung der DISO Gruppe festgestellt:

- Die Vergangenheit war durch die Verkäufe im Jahr 2021 sowie den Erwerb der UbiQ im Jahr 2022 stark beeinflusst. Damit waren die historisch erzielten Ergebnisse nur eingeschränkt aussagekräftig für die Zukunft;
- Das Geschäft der DISO ist vergleichsweise stark projektabhängig und damit hoch volatil. Verbunden damit sind signifikant unterschiedliche Profitabilitäten der jeweiligen Produktgruppen. Die zukünftige Entwicklung ist entsprechend mit hohen Risiken verbunden;
- Das Geschäftsmodell der DISO befindet sich in einem Umbruch, da die Nachfrage nach Karten mittel- bis langfristig durch App-basierte Lösungen sukzessive ersetzt werden wird. Bei Integration App-basierter Lösungen ist eine Ausweitung der Wertschöpfungskette auf Dienstleistungen im Zahlungsverkehr notwendig, womit die direkten Wettbewerber wesentlich größer als die der DISO sind. Die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells ist damit unsicher;
- Die DISO ist für ein börsennotiertes Unternehmen relativ klein. International würden entsprechend kleine Unternehmen mit gesonderten Zuschlägen bei den Kapitalkosten bewertet werden („Small-Size-Premium“). Solche Zuschläge sind nach dem angewandten Bewertungsstandard IDW S1 nicht zulässig. Es ist damit im Bereich des Möglichen, dass das Risiko der DISO bei der zugrundeliegenden Bewertung unterschätzt worden ist.
- Der Fokus von DISO auf spezialisierte Drucker erschwert das Finden vergleichbarer Unternehmen. Kapitalkosten, Multiplikatoren und Abschätzungen über die zukünftige Entwicklung (Analystenprognosen) basieren damit auf nur wenigen Daten.

544 Unabhängig davon möchten wir jedoch betonen, dass die von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Bewertungsparameter diese Schwierigkeiten bei der Prüfung reflektieren und im Sinne der Minderheitsaktionäre angesetzt worden sind.

4.2.15.2 Divergierende Auffassungen

545 Wir waren in einem regelmäßigen Austausch mit der Bewertungsgutachterin und haben demnach auch regelmäßig Vorschläge zur Korrektur der Bewertung gemacht. Diese wurden seitens der Bewertungsgutachterin immer angenommen. Insofern bestanden final keine divergierenden Auffassungen.

4.3 Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung

4.3.1 Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG

546 Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss den außenstehenden Aktionären bei Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages ein angemessener Ausgleich angeboten werden.

547 Gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese Ausgleichszahlung stellt einen festen Ausgleich dar.

4.3.2 Überprüfung der Ermittlung des Verrentungszinssatzes

548 Die Ausgleichszahlung wird i.d.R. durch Verrentung des Ertragswertes ermittelt. Der anzuwendende Verrentungszins hat im Wesentlichen zwei Risiken abbilden, die die in der Tochtergesellschaft verbleibenden außenstehenden Aktionäre tragen:

- (i) das Insolvenzrisiko der Muttergesellschaft und
- (ii) das Risiko der „Auszehrung“ der Tochtergesellschaft durch nachteilige Maßnahmen der Muttergesellschaft bis zur Kündigung des Unternehmensvertrages.

549 Zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes für den angemessenen Ausgleich sind die konkrete Ausgestaltung des Unternehmensvertrages, die Handlungsmöglichkeiten beider Vertragsparteien während seiner Laufzeit und die möglichen Verhältnisse nach einer Beendigung des Unternehmensvertrages zu berücksichtigen.

550 In der Praxis der Unternehmensbewertung haben sich zur Ableitung des Verrentungszinssatzes zwei Ansätze etabliert, die auch in der Rechtsprechung anerkannt sind:⁶⁴

- (i) Der Mittelwertansatz. Beim Mittelwertansatz wird der Basiszins um die Hälfte des Risikozuschlags im Ertragswertverfahren erhöht. Mit einem Mischzinssatz wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die festen Ausgleichszahlungen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko unterliegen als die Dividenden eines unabhängigen Unternehmens. Umgekehrt hat aber die Ausgleichszahlung einen höheren Risikogehalt als Erträge aus risikolosen Wertpapieren.
- (ii) Der Bonitätsansatz (auch Bond-Spread-Ansatz und Credit-Spread-Ansatz). Enthält der Unternehmensvertrag eine Sicherungsklausel, wonach im Fall der Vertragsbeendigung der (damalige) Abfindungsanspruch gemäß § 305 AktG wieder auflebt, besteht für die Aktionäre des Tochterunternehmens ein Schutz gegen die „Auszehrung“ der Tochtergesellschaft durch nachteilige Maßnahmen der Muttergesellschaft. Es verbleibt somit das Bonitätsrisiko der Muttergesellschaft als Schuldnerin der Ausgleichszahlung. Als Ausgangsgröße zur Messung dieses Risikos können Renditevergleiche zwischen Staatsanleihen und Industrieanleihen der Muttergesellschaft oder Credit Default Swaps der Industrieanleihe herangezogen werden. Sofern für die Muttergesellschaft ein aussagefähiges Rating verfügbar ist, kann der Bonitätsaufschlag anhand eines Vergleichs der Rendite langfristig laufender Industrieanleihen der entsprechenden Ratingklasse gegenüber laufzeitäquivalenten (risikolosen) Staatsanleihen plausibilisiert werden.

⁶⁴ Vgl. Popp/Ruthardt: Abschnitt C - Unternehmensbewertung im Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht, in: IDW (Hrsg.): Bewertung und Transaktionsberatung, IDW Verlag, Düsseldorf 2018, Rn. 88 ff; Popp: Zur Berechnung der kapitalisierten Ausgleichszahlung, in: WPg 2018, S. 248 ff.

- 551 Der Bonitätsansatz wird primär herangezogen, wenn der Unternehmensvertrag eine Sicherungsklausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots enthält.⁶⁵ Im Fall eines Unternehmensvertrags ohne diese Klausel kommt i.d.R. der Mittelwertansatz zur Anwendung.
- 552 Die Bewertungsgutachterin hat den Mittelwertansatz herangezogen. Da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Matica Group und der DISO keine Sicherungsklausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots vorsieht, halten wir die Anwendung des Mittelwertansatzes für angemessen.
- 553 Des Weiteren haben wir die Rechenschritte der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des Verrentungszinssatzes nachvollzogen. Die Ergebnisse der von uns vorgenommenen Plausibilisierung sind in Tabelle 20 dargestellt.

Tabelle 20: Ermittlung des Verrentungszinssatzes

Basiszins nach Steuern	2,02%
Barwertäquivalenter Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	9,65%
Basiszins nach Steuern	(2,02%)
Barwertäquivalente Risikoprämie nach Steuern	7,62%
Häufige barwertäquivalente Risikoprämie nach Steuern	3,81%
Verrentungszinssatz (nach Steuern)	5,84%

Quelle: A&M Analyse

- 554 In Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin haben wir einen Verrentungszinssatz i.H.v. 5,84% ermittelt, den wir für angemessen halten.

⁶⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21.

4.3.3 Überprüfung der Ermittlung des festen Ausgleichs

- 555 Die Bewertungsgutachterin hat die feste Ausgleichszahlung durch eine Verrentung des ertragswertbasierten Unternehmenswertes der DISO Gruppe zum 26.01.2024 unter Berücksichtigung der Sonderwerte abgeleitet. Da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Matica Group und der DISO auf unbestimmte Zeit geschlossen und somit eine lange Laufzeit zu erwarten ist, erachten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.
- 556 Dem angemessenen Ausgleich liegt der aktuell gültige Körperschaftsteuersatz und Solidaritätszuschlag zugrunde. In seinem Beschluss vom 21.07.2003, Az. II ZR 17/01, hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als angemessener Ausgleich der verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil pro Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftsteuer i.H. des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist. Somit ist der Ausgleich - entsprechend der Vorgabe des BGH - in eine mit Körperschaftsteuer belastete und eine mit Körperschaftsteuer nicht belastete Komponente aufzuteilen.
- 557 Wir haben die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Ermittlung der Ausgleichszahlung und des Bruttoausgleichs nach den Vorgaben des BGH überprüft und anhand von eigenen Berechnungen nachvollzogen. Die Ergebnisse unserer Prüfungshandlungen sind in Tabelle 21 zusammengefasst.

Tabelle 21: Ermittlung der Ausgleichszahlung und des Bruttoausgleichs

Bruttoausgleich und Ausgleichszahlung			
I. Ermittlung der Ausgleichszahlung			
Unternehmenswert pro Aktie nach pers. Steuern	EUR		0,86
Verrentungzinssatz nach pers. Steuern	%		5,84%
Ausgleichszahlung nach pers. Steuern	EUR		0,05
pers. Steuern	%		0,02
Ausgleichszahlung nach pers. Steuern	EUR		0,07
II. Zusammenhang Bruttoausgleich und Ausgleichszahlung			
EUR	Anteiliger Ausgleich (aus mit deutscher KSt und SolZ belasteten Gewinnen)	Anteiliger Ausgleich (aus nicht mit deutscher KSt und SolZ belasteten Gewinnen)	Gesamt
Bruttoausgleich	0,00	0,07	0,07
KSt/ SolZ	(0,00)	-	(0,00)
Ausgleichszahlung vor pers. Steuern	0,00	0,07	0,07
pers. Steuern	(0,00)	(0,02)	(0,02)
Ausgleichszahlung nach pers. Steuern	0,00	0,05	0,05

Quelle: A&M Analyse

- 558 Es sei anzumerken, dass die DISO Gruppe ihre finanziellen Überschüsse im Ausland erwirtschaftet. Insofern unterliegt nur ein geringer Teil des künftigen Gewinns der Besteuerung durch die deutsche Körperschaftsteuer (inkl. SolZ). Der anteilige Ausgleich aus mit deutscher Körperschaftsteuer (inkl. SolZ) belasteten Gewinnen beläuft sich somit auf rd. EUR 0, wie aus der obigen Tabelle ersichtlich ist.
- 559 Beim derzeit gültigen Körperschaftsteuersatz von 15,00% und Solidaritätszuschlag von 5,5% hat die Bewertungsgutachterin eine Ausgleichszahlung i.H.v. EUR 0,07 vor persönlichen Steuern (EUR 0,05 nach persönlichen Steuern) errechnet. Der Bruttoausgleich beträgt laut Berechnungen der Bewertungsgutachterin EUR 0,07. Wir halten diese Werte für zutreffend.

4.3.4 Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung

- 560 Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG (Bruttogewinnanteil pro Aktie) beläuft sich auf EUR 0,07 abzüglich einer von der DISO zu entrichtenden Körperschaftsteuer. Der Betrag der jeweils zu entrichtenden Körperschaftsteuer ist unter Berücksichtigung des für das betreffende Geschäftsjahr gültigen Körperschaftsteuersatzes zu bestimmen. Beim derzeit geltenden Körperschaftsteuersatz von 15,00% und Solidaritätszuschlag von 5,5% ist die körperschaftsteuerliche Belastung pro Aktie vernachlässigbar klein und die Ausgleichszahlung vor persönlichen Steuern liegt bei EUR 0,07 pro Aktie.

5 ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG

561 Als vom Gericht bestellter Vertragsprüfer haben wir den Beherrschungsvertrag zwischen der Matica Technologies Group SA, Lugano, Schweiz, und der DISO Verwaltungs AG, Esslingen, sowie die Angemessenheit der vorgesehenen Abfindung und des vorgesehenen Ausgleichs gemäß § 293b AktG geprüft.

562 Wir haben formell geprüft, ob der Vertrag den gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalt eines Beherrschungsvertrags nach der Definition in § 291 Abs. 1 AktG enthält.

563 Wir erteilen folgende abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG:

564 „Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtgemäßen Prüfung gemäß § 293b AktG auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie uns gegebenen Auskünfte können wir bestätigen, dass der vorliegende Beherrschungsvertrag die gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalte eines Beherrschungsvertrags auf Grund der in diesem Bericht dargestellten Vertragsklauseln erfüllt.

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre der DISO Verwaltungs AG, Esslingen, je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft EUR 0,86 erhalten, angemessen i.S. des § 305 AktG.

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen ein Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der DISO Verwaltungs AG, Esslingen, in Höhe von EUR 0,07 netto je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft für jedes volle Geschäftsjahr angemessen i.S. des § 304 AktG.

Die Regelung des Beherrschungsvertrags, nach der sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Brutto-Betrag von EUR 0,07 je ausstehender Stückaktie der DISO Verwaltungs AG, Esslingen, abzüglich Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Jahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen i.S.v. § 304 AktG in Verbindung mit der BGH-Entscheidung II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

München, 14. Dezember 2023

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Tim Laas - Wirtschaftsprüfer
Managing Director



Michael Reinertshofer
Director



ANHANGSVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
A&M-001	Detaillierte Beschreibung der Vergleichsunternehmen
A&M-002	Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen
A&M-003	Überprüfung des Verkaufs wesentlicher Vermögensgegenstände der Matica Technologies AG an die Matica Technologies Group SA im Jahr 2021

PRÜFUNGSBERICHT GEMÄSS § 293B AKTG

IM ZUSAMMENHANG MIT DEM BEHERRSCHUNGSVERTRAG ZWISCHEN DER

MATICA TECHNOLOGIES GROUP SA
“Matica Group”

und

DISO VERWALTUNGS AG
“DISO”
(gemeinsam “Gesellschaften”)

AKTENZEICHEN: 31 O 82/23 KFH AKTG

ANHANG A&M-001:
DETAILLIERTE BESCHREIBUNG DER
VERGLEICHSUNTERNEHMEN



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

BioSmart Co., Ltd.

Snapshot: BioSmart Co., Ltd.	
Geschäftsbeschreibung	Schlüsselinformationen
BioSmart Co., Ltd. produziert und vertreibt Magnetstreifenkarten primär in Südkorea. Zu den Magnetstreifenkarten des Unternehmens gehören im Wesentlichen Kreditkarten, Chipkarten, und Sicherheitskarten. Außerdem bietet das Unternehmen Kartenausgabedienste an, die die Personalisierung von Magnetstreifen umfassen. BioSmart Co., Ltd. wurde 1971 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Seoul, Südkorea.	Hauptsitz: Südkorea Branche: Technologie-Hardware, Speicher und Peripheriegeräte Geographien: Südkorea (80%), Export (20%) Segmente: Schwere Maschinen (50%), Kartensparte (20%), Pharmasektor (15%), Kosmetik (9%) Verlagswesen (5%)
Gesamtunternehmenswert (KRW Mio., LTM)	Finanzübersicht
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 71.843	KRW Mio., FYE 31. Dez
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristige 6.685	Historisch
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristige 84.471	FY21A
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 5.911	FY22A
(-) Liquide Mittel (23.694)	LTM
Netto-Finanzverbindlichkeiten 73.373	Sep23A
Gesamtunternehmenswert (WACC) 145.217	Prognose
(+) Minderheitenanteile (Marktwert) 1.238	FY23E
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) (47.212)	FY24F
(-) Steuerliche Verlustvorträge -	FY25F
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) -	CAGR
Anpassungen (45.973)	FY21-23
Gesamtunternehmenswert (angepasst) 99.243	FY23-25
Marktkapitalisierung (angepasst) 71.843	Umsatzerlöse 189.183,0 391.821,8 451.692,7 N/A N/A N/A N/A N/A
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung 102%	%Wachstum 13,7% 107,1% N/A N/A N/A N/A N/A
	Rohrertrag 68.436,3 76.729,4 85.148,2 N/A N/A N/A N/A N/A
	% Marge 36,2% 19,6% 18,9% N/A N/A N/A N/A N/A
	EBITDA, angepasst 13.513,7 18.874,1 25.196,7 N/A N/A N/A N/A N/A
	% Marge 7,1% 4,8% 5,6% N/A N/A N/A N/A N/A
	EBIT, angepasst 7.882,0 9.301,9 14.108,9 N/A N/A N/A N/A N/A
	% Marge 4,2% 2,4% 3,1% N/A N/A N/A N/A N/A
	Jahresüberschuss, ang. 1.392,5 721,3 4.464,3 N/A N/A N/A N/A N/A
	% Marge 0,7% 0,2% 1,0% N/A N/A N/A N/A N/A
	Operativer Cash Flow 1.202,6 6.288,9 10.607,8 N/A N/A N/A N/A N/A
	Capex (5.222,7) (4.359,2) (3.567,3) N/A N/A N/A N/A N/A
	OCF - Capex (4.020,1) 1.929,8 7.040,6 N/A N/A N/A N/A N/A
	Börsenmultiplikatoren
	EV/Sales 0,3x 0,2x N/A N/A N/A
	EV/EBITDA 5,3x 3,9x N/A N/A N/A
	EV/EBIT 10,7x 7,0x N/A N/A N/A
	P/E 99,6x 16,1x N/A N/A N/A

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Datasonic Group Berhad

Snapshot: Datasonic Group Berhad	
Geschäftsbeschreibung	Schlüsselinformationen
Die Datasonic Group Berhad ist eine Investmentholdinggesellschaft und bietet maßgeschneiderte Software- und Hardwarelösungen für die Herstellung von IDs und Smart Cards an. Das Produktportfolio umfasst zentrale Kartenausgabegeräte für mittlere Volumen aber auch kleinere Desktoplösungen. Außerdem bietet das Unternehmen Ausweis- und Sicherheitsdokumente, Grenzkontrollsysteme, Terminals sowie die Personalisierung von Kredit- und Debitkarten an. Die Datasonic Group Berhad erwirtschaftet alle ihre Umsätze in Malaysia.	Hauptsitz: Malaysia Branche: IT-Beratung und andere Dienstleistungen Geographien: Malaysia (100%) (Umsätze in FY2023) Segmente: Kundenspezifische Lösungen (87%), Investment Holding (22%), Fertigung (18%), Eliminierung (-27%)
Enterprise Value (MYR Mio., LTM)	Finanzübersicht
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 1.231,7	MYR Mio., FYE 31. Mrz
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristige 15,6	Historisch
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristige 49,1	FY22A
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 1,2	FY23A
(-) Liquide Mittel (121,0)	LTM
Netto-Finanzverbindlichkeiten (55,0)	Sep23A
Gesamtunternehmenswert (WACC) 1.176,7	Prognose
(+) Minderheitenanteile (Marktwert) 0,2	FY24E
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) -	FY25F
(-) Steuerliche Verlustvorträge -	FY26F
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) -	CAGR
Anpassungen 0,2	FY22-24
Gesamtunternehmenswert (angepasst) 1.176,9	FY24-26
Marktkapitalisierung (angepasst) 1.231,7	Umsatzerlöse 136,4 344,7 359,1 360,4 366,3 335,1 62,5% (3,6%)
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung (4%)	%Wachstum (1,4%) 152,7% N/A 4,5% 1,7% (8,5%)
	Rohrertrag 73,5 189,4 189,1 178,7 180,2 159,5 55,9% (5,5%)
	% Marge 53,9% 54,9% 52,7% 49,6% 49,2% 47,6%
	EBITDA, angepasst 22,2 130,7 131,2 137,5 137,5 98,0 148,6% (15,6%)
	% Marge 16,3% 37,9% 36,5% 38,2% 37,5% 29,2%
	EBIT, angepasst 10,2 105,8 106,4 111,8 110,3 95,2 230,4% (7,7%)
	% Marge 7,5% 30,7% 29,6% 31,0% 30,1% 28,4%
	Jahresüberschuss, ang. 10,2 76,4 76,6 83,9 85,3 67,0 186,2% (10,7%)
	% Marge 7,5% 22,2% 21,3% 23,3% 23,3% 20,0%
	Operativer Cash Flow (2,0) 73,3 59,9 109,0 106,0 99,0 N/M (4,7%)
	Capex (7,3) (3,9) (8,9) (12,0) (10,0) (10,0) 28,0% (8,7%)
	OCF - Capex (9,3) 69,4 51,0 97,0 96,0 89,0 N/M (4,2%)
	Börsenmultiplikatoren
	EV/Sales 3,4x 3,3x 3,3x 3,2x 3,5x
	EV/EBITDA 9,0x 9,0x 8,6x 8,6x 12,0x
	EV/EBIT 11,1x 11,1x 10,5x 10,7x 12,4x
	P/E 16,1x 16,1x 14,7x 14,4x 18,4x

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd.

Snapshot: Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd.		Schlüsselinformationen																																																																																																																																							
Geschäftsbeschreibung		Hauptsitz China																																																																																																																																							
Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. bietet diverse Kartenprodukte an. Darunter fallen Kredit- und Debitkarten, Sozialversicherungskarten, Gesundheitskarten, Kommunikations-Chipkarten sowie Verkehrs-Chipkarten. Außerdem bietet das Unternehmen Terminalprodukte und mobile Kartenlesegeräte an. Wuhan Tianyu Information Industry Co., Ltd. wurde 1993 gegründet und hat ihren Sitz in Wuhan, China.		Branche: Technologie-Hardware, Speicher und Peripheriegeräte																																																																																																																																							
		Geographien: China (85%), Andere (15%)																																																																																																																																							
		Segmente: Herstellung von Computern, Kommunikationsgeräten und anderen elektronischen Geräten (100%)																																																																																																																																							
Enterprise Value (CN¥m, LTM)		Finanzübersicht																																																																																																																																							
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	5.106,9	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">CN¥m, FYE 31. Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>FY21A</th> <th>FY22A</th> <th>Sep23A</th> <th>FY23E</th> <th>FY24F</th> <th>FY25F</th> <th>FY21-23</th> <th>FY23-25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>1.430,3</td> <td>1.791,8</td> <td>1.748,4</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>%Wachstum</td> <td>(15,5%)</td> <td>25,3%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>305,5</td> <td>507,6</td> <td>497,2</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>21,4%</td> <td>28,3%</td> <td>28,4%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>(139,5)</td> <td>146,5</td> <td>74,0</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>(9,8%)</td> <td>8,2%</td> <td>4,2%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>(162,3)</td> <td>117,7</td> <td>48,9</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>(11,3%)</td> <td>6,6%</td> <td>2,8%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>(149,9)</td> <td>86,4</td> <td>35,3</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>(10,5%)</td> <td>4,8%</td> <td>2,0%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Operativer Cash Flow</td> <td>(254,1)</td> <td>102,2</td> <td>(104,3)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(73,5)</td> <td>(247,2)</td> <td>(97,3)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>OCF - Capex</td> <td>(327,7)</td> <td>(145,0)</td> <td>(201,7)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>		CN¥m, FYE 31. Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25	Umsatzerlöse	1.430,3	1.791,8	1.748,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	%Wachstum	(15,5%)	25,3%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Rohertrag	305,5	507,6	497,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	21,4%	28,3%	28,4%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	EBITDA, angepasst	(139,5)	146,5	74,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	(9,8%)	8,2%	4,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	EBIT, angepasst	(162,3)	117,7	48,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	(11,3%)	6,6%	2,8%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Jahresüberschuss, ang.	(149,9)	86,4	35,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	(10,5%)	4,8%	2,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Operativer Cash Flow	(254,1)	102,2	(104,3)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Capex	(73,5)	(247,2)	(97,3)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	OCF - Capex	(327,7)	(145,0)	(201,7)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CN¥m, FYE 31. Dez	Historisch		LTM		Prognose			CAGR																																																																																																																																	
	FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25																																																																																																																																	
Umsatzerlöse	1.430,3	1.791,8	1.748,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
%Wachstum	(15,5%)	25,3%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
Rohertrag	305,5	507,6	497,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
% Marge	21,4%	28,3%	28,4%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
EBITDA, angepasst	(139,5)	146,5	74,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
% Marge	(9,8%)	8,2%	4,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
EBIT, angepasst	(162,3)	117,7	48,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
% Marge	(11,3%)	6,6%	2,8%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
Jahresüberschuss, ang.	(149,9)	86,4	35,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
% Marge	(10,5%)	4,8%	2,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
Operativer Cash Flow	(254,1)	102,2	(104,3)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
Capex	(73,5)	(247,2)	(97,3)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
OCF - Capex	(327,7)	(145,0)	(201,7)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																	
		Börsenmultiplikatoren																																																																																																																																							
		EV/Sales 2,8x 2,9x N/A N/A N/A																																																																																																																																							
		EV/EBITDA 34,7x 68,6x N/A N/A N/A																																																																																																																																							
		EV/EBIT 43,1x 103,9x N/A N/A N/A																																																																																																																																							
		P/E 58,6x 143,3x N/A N/A N/A																																																																																																																																							

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswahl: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Zebra Technologies Corporation

Snapshot: Zebra Technologies Corporation		Schlüsselinformationen																																																																																																																																							
Geschäftsbeschreibung		Hauptsitz Vereinigten Staaten von Amerika																																																																																																																																							
Zebra Technologies Corporation bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften automatisierte Identifikations- und Datenerfassungslösungen an. Das Segment Asset Intelligence & Tracking (AIT) umfasst Drucker zur Herstellung von Plastikkarten und Etiketten. Das Produktportfolio von Kartendruckern umfasst neun Desktopdrucker für verschiedene Zwecke. Neben Druckern bietet das Unternehmen außerdem Barcode-Scanner, RFID-Lesegeräte, industrielle Bildverarbeitungskameras sowie Lösungen zur Workflow-Optimierung im Segment Enterprise Visibility & Mobile Segment (EVM) an. Zebra Technologies Corporation wurde 1969 gegründet und hat ihren Sitz in Lincolnshire, Illinois.		Branche: Elektronische Geräte und Maschinen																																																																																																																																							
		Geographien: Nordamerika (50%), Europa, Naher Osten und Afrika (33%), Asien-Pazifik (11%)																																																																																																																																							
		Segmente: Enterprise Visibility & Mobility Segment (EVM) (70%), Asset Intelligence & Tracking (AIT) (30%)																																																																																																																																							
Enterprise Value (USDm, LTM)		Finanzübersicht																																																																																																																																							
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	11.186,0	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">USDm, FYE 31. Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>FY21A</th> <th>FY22A</th> <th>Sep23A</th> <th>FY23E</th> <th>FY24F</th> <th>FY25F</th> <th>FY21-23</th> <th>FY23-25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>5.627,0</td> <td>5.781,0</td> <td>5.078,0</td> <td>4.573,5</td> <td>4.605,2</td> <td>5.106,9</td> <td>(9,8%)</td> <td>5,7%</td> </tr> <tr> <td>%Wachstum</td> <td>26,5%</td> <td>2,7%</td> <td>N/A</td> <td>(20,9%)</td> <td>0,7%</td> <td>10,9%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>2.628,0</td> <td>2.624,0</td> <td>2.360,0</td> <td>2.122,8</td> <td>2.156,4</td> <td>2.425,8</td> <td>(10,1%)</td> <td>6,9%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>46,7%</td> <td>45,4%</td> <td>46,5%</td> <td>46,4%</td> <td>46,8%</td> <td>47,5%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>1.198,0</td> <td>1.140,0</td> <td>943,0</td> <td>823,6</td> <td>908,5</td> <td>1.103,8</td> <td>(17,1%)</td> <td>15,8%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>21,3%</td> <td>19,7%</td> <td>18,6%</td> <td>18,0%</td> <td>19,7%</td> <td>21,6%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>1.011,0</td> <td>936,0</td> <td>765,0</td> <td>756,4</td> <td>847,0</td> <td>997,2</td> <td>(13,5%)</td> <td>14,8%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>18,0%</td> <td>16,2%</td> <td>15,1%</td> <td>16,5%</td> <td>18,4%</td> <td>19,5%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>837,0</td> <td>463,0</td> <td>465,0</td> <td>503,7</td> <td>586,1</td> <td>746,2</td> <td>(22,4%)</td> <td>21,7%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>14,9%</td> <td>8,0%</td> <td>9,2%</td> <td>11,0%</td> <td>12,7%</td> <td>14,6%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Operativer Cash Flow</td> <td>1.069,0</td> <td>488,0</td> <td>122,0</td> <td>37,2</td> <td>793,1</td> <td>965,5</td> <td>(81,3%)</td> <td>409,5%</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(59,0)</td> <td>(75,0)</td> <td>(72,0)</td> <td>(67,3)</td> <td>(73,7)</td> <td>(81,7)</td> <td>6,8%</td> <td>10,1%</td> </tr> <tr> <td>OCF - Capex</td> <td>1.010,0</td> <td>413,0</td> <td>50,0</td> <td>(30,1)</td> <td>719,4</td> <td>883,8</td> <td>N/M</td> <td>- %</td> </tr> </tbody> </table>		USDm, FYE 31. Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25	Umsatzerlöse	5.627,0	5.781,0	5.078,0	4.573,5	4.605,2	5.106,9	(9,8%)	5,7%	%Wachstum	26,5%	2,7%	N/A	(20,9%)	0,7%	10,9%			Rohertrag	2.628,0	2.624,0	2.360,0	2.122,8	2.156,4	2.425,8	(10,1%)	6,9%	% Marge	46,7%	45,4%	46,5%	46,4%	46,8%	47,5%			EBITDA, angepasst	1.198,0	1.140,0	943,0	823,6	908,5	1.103,8	(17,1%)	15,8%	% Marge	21,3%	19,7%	18,6%	18,0%	19,7%	21,6%			EBIT, angepasst	1.011,0	936,0	765,0	756,4	847,0	997,2	(13,5%)	14,8%	% Marge	18,0%	16,2%	15,1%	16,5%	18,4%	19,5%			Jahresüberschuss, ang.	837,0	463,0	465,0	503,7	586,1	746,2	(22,4%)	21,7%	% Marge	14,9%	8,0%	9,2%	11,0%	12,7%	14,6%			Operativer Cash Flow	1.069,0	488,0	122,0	37,2	793,1	965,5	(81,3%)	409,5%	Capex	(59,0)	(75,0)	(72,0)	(67,3)	(73,7)	(81,7)	6,8%	10,1%	OCF - Capex	1.010,0	413,0	50,0	(30,1)	719,4	883,8	N/M	- %
USDm, FYE 31. Dez	Historisch		LTM		Prognose			CAGR																																																																																																																																	
	FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25																																																																																																																																	
Umsatzerlöse	5.627,0	5.781,0	5.078,0	4.573,5	4.605,2	5.106,9	(9,8%)	5,7%																																																																																																																																	
%Wachstum	26,5%	2,7%	N/A	(20,9%)	0,7%	10,9%																																																																																																																																			
Rohertrag	2.628,0	2.624,0	2.360,0	2.122,8	2.156,4	2.425,8	(10,1%)	6,9%																																																																																																																																	
% Marge	46,7%	45,4%	46,5%	46,4%	46,8%	47,5%																																																																																																																																			
EBITDA, angepasst	1.198,0	1.140,0	943,0	823,6	908,5	1.103,8	(17,1%)	15,8%																																																																																																																																	
% Marge	21,3%	19,7%	18,6%	18,0%	19,7%	21,6%																																																																																																																																			
EBIT, angepasst	1.011,0	936,0	765,0	756,4	847,0	997,2	(13,5%)	14,8%																																																																																																																																	
% Marge	18,0%	16,2%	15,1%	16,5%	18,4%	19,5%																																																																																																																																			
Jahresüberschuss, ang.	837,0	463,0	465,0	503,7	586,1	746,2	(22,4%)	21,7%																																																																																																																																	
% Marge	14,9%	8,0%	9,2%	11,0%	12,7%	14,6%																																																																																																																																			
Operativer Cash Flow	1.069,0	488,0	122,0	37,2	793,1	965,5	(81,3%)	409,5%																																																																																																																																	
Capex	(59,0)	(75,0)	(72,0)	(67,3)	(73,7)	(81,7)	6,8%	10,1%																																																																																																																																	
OCF - Capex	1.010,0	413,0	50,0	(30,1)	719,4	883,8	N/M	- %																																																																																																																																	
		Börsenmultiplikatoren																																																																																																																																							
		EV/Sales 2,4x 2,7x 3,0x 3,0x 2,7x																																																																																																																																							
		EV/EBITDA 11,9x 14,4x 16,5x 15,0x 12,3x																																																																																																																																							
		EV/EBIT 14,5x 17,8x 18,0x 16,0x 13,6x																																																																																																																																							
		P/E 24,2x 24,1x 22,2x 19,1x 15,0x																																																																																																																																							

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswahl: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

IDP Corp., Ltd.

Snapshot: IDP Corp., Ltd.																																																																																																																																							
Geschäftsbeschreibung	Schlüsselinformationen																																																																																																																																						
IDP Corp., Ltd. entwickelt und produziert Ausw eiskartendrucker. Das Unternehmen bietet Farbstoff-Sublimationsdrucker für Ausw eiskarten an, die eine effiziente Produktion von Plastikkarten für kommerzielle und staatliche Anwendungen ermöglichen. Das Unternehmen bietet auch Verbrauchsmaterialien an, darunter Farb- und Monobänder, Sicherheitslaminare, Reinigungskits, Karten und Farbbandschredder sowie Plastikkartendruck-, Laminierungs-, Wiederbeschreibungs- und Kodierungstechnologien für Drucker. Das Unternehmen bietet ihre Produkte im Bildungs-, Finanz-, Staats- und Transportsektor an. IDP Corp., Ltd. wurde 2005 gegründet und hat ihren Sitz in Seoul, Südkorea.	Hauptsitz: Südkorea Branche: Technologie-Hardware, Speicher und Peripheriegeräte Geographien:¹ Südkorea (71%), Vereinigte Staaten von Amerika (29%) Segmente:¹ Produktion (100%)																																																																																																																																						
Enterprise Value (KRWm, LTM)	Finanzübersicht																																																																																																																																						
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 44.739,1 (+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig - (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 1.509,0 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 112,4 (-) Liquide Mittel (27.348,0) Netto-Finanzverbindlichkeiten (25.726,6) Gesamtunternehmenswert (WACC) 19.012,5 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) 244,8 (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) - (-) Steuerliche Verlustvorträge - (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen 244,8 Gesamtunternehmenswert (angepasst) 19.257,3 Marktkapitalisierung (angepasst) 44.739,1 Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung (58%)	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">KRWm, FYE 31. Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>FY21A</th> <th>FY22A</th> <th>Sep23A</th> <th>FY23E</th> <th>FY24F</th> <th>FY25F</th> <th>FY21-23</th> <th>FY23-25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>26.092,9</td> <td>43.111,6</td> <td>39.495,6</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>%Wachstum</td> <td>39,3%</td> <td>65,2%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>10.479,1</td> <td>20.790,4</td> <td>17.772,8</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>40,2%</td> <td>48,2%</td> <td>45,0%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>4.798,1</td> <td>13.379,6</td> <td>8.640,4</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>18,4%</td> <td>31,0%</td> <td>21,9%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>3.921,5</td> <td>12.373,0</td> <td>7.592,8</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>15,0%</td> <td>28,7%</td> <td>19,2%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>4.256,7</td> <td>10.330,5</td> <td>6.516,9</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>16,3%</td> <td>24,0%</td> <td>16,5%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Operativer Cash Flow</td> <td>4.762,4</td> <td>2.121,0</td> <td>5.605,4</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(1.608,7)</td> <td>(724,2)</td> <td>(387,5)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>OCF - Capex</td> <td>3.153,7</td> <td>1.396,7</td> <td>5.217,9</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>	KRWm, FYE 31. Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25	Umsatzerlöse	26.092,9	43.111,6	39.495,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	%Wachstum	39,3%	65,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Rohertrag	10.479,1	20.790,4	17.772,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	40,2%	48,2%	45,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	EBITDA, angepasst	4.798,1	13.379,6	8.640,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	18,4%	31,0%	21,9%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	EBIT, angepasst	3.921,5	12.373,0	7.592,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	15,0%	28,7%	19,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Jahresüberschuss, ang.	4.256,7	10.330,5	6.516,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	16,3%	24,0%	16,5%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Operativer Cash Flow	4.762,4	2.121,0	5.605,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Capex	(1.608,7)	(724,2)	(387,5)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	OCF - Capex	3.153,7	1.396,7	5.217,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
KRWm, FYE 31. Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																
	FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25																																																																																																																															
Umsatzerlöse	26.092,9	43.111,6	39.495,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
%Wachstum	39,3%	65,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
Rohertrag	10.479,1	20.790,4	17.772,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
% Marge	40,2%	48,2%	45,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
EBITDA, angepasst	4.798,1	13.379,6	8.640,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
% Marge	18,4%	31,0%	21,9%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
EBIT, angepasst	3.921,5	12.373,0	7.592,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
% Marge	15,0%	28,7%	19,2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
Jahresüberschuss, ang.	4.256,7	10.330,5	6.516,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
% Marge	16,3%	24,0%	16,5%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
Operativer Cash Flow	4.762,4	2.121,0	5.605,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
Capex	(1.608,7)	(724,2)	(387,5)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
OCF - Capex	3.153,7	1.396,7	5.217,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
	Börsenmultiplikatoren																																																																																																																																						
	EV/Sales 0,4x 0,5x N/A N/A N/A EV/EBITDA 1,4x 2,2x N/A N/A N/A EV/EBIT 1,6x 2,5x N/A N/A N/A P/E 4,3x 6,9x N/A N/A N/A																																																																																																																																						

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Identiv, Inc.

Snapshot: Identiv, Inc.																																																																																																																																							
Geschäftsbeschreibung	Schlüsselinformationen																																																																																																																																						
Die Identiv, Inc. Bietet verschiedene Sicherheitstechnologien in Nord- und Südamerika, Europa, dem Nahen Osten und dem asiatisch-pazifischen Raum an. Das Produktportfolio umfasst Produkte und Lösungen im Bereich der Cybersicherheit und Gebäudesicherheit. Eine Vielzahl der Produkte basieren auf der RFID-Technologie für Sender-Empfänger-Systeme zum automatischen und berührungslosen Identifizieren und Lokalisieren von Objekten mit Radiowell en. Das Unternehmen wurde 1990 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Fremont, Kalifornien.	Hauptsitz: Vereinigte Staaten Branche: Elektronische Geräte und Maschinen Geographien:¹ Amerika (68%), Asien (18%), Europa und Naher Osten (14%) Segmente:¹ Identität (60%), Gebäudesicherheit (40%)																																																																																																																																						
Gesamtunternehmenswert (USDm, LTM)	Finanzübersicht																																																																																																																																						
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 146,5 (+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig - (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 9,9 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 5,7 (-) Liquide Mittel (19,7) Netto-Finanzverbindlichkeiten (4,0) Gesamtunternehmenswert (WACC) 142,5 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) - (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) - (-) Steuerliche Verlustvorträge (60,4) (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen (60,4) Gesamtunternehmenswert (angepasst) 82,0 Marktkapitalisierung (angepasst) 86,0 Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung (3%)	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">USDm, FYE 31. Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>FY21A</th> <th>FY22A</th> <th>Sep23A</th> <th>FY23E</th> <th>FY24F</th> <th>FY25F</th> <th>FY21-23</th> <th>FY23-25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>103,8</td> <td>112,9</td> <td>116,4</td> <td>117,6</td> <td>123,7</td> <td>143,2</td> <td>6,4%</td> <td>10,4%</td> </tr> <tr> <td>%Wachstum</td> <td>19,4%</td> <td>8,8%</td> <td>N/A</td> <td>4,1%</td> <td>5,2%</td> <td>15,7%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>37,1</td> <td>40,9</td> <td>42,6</td> <td>44,9</td> <td>47,7</td> <td>N/A</td> <td>10,0%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>35,7%</td> <td>36,3%</td> <td>36,6%</td> <td>38,2%</td> <td>38,6%</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>1,4</td> <td>2,1</td> <td>(0,0)</td> <td>3,3</td> <td>5,0</td> <td>16,1</td> <td>54,0%</td> <td>121,4%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>1,3%</td> <td>1,9%</td> <td>(0,0%)</td> <td>2,8%</td> <td>4,1%</td> <td>11,2%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>(0,5)</td> <td>(0,1)</td> <td>(2,6)</td> <td>(4,0)</td> <td>(2,5)</td> <td>N/A</td> <td>N/M</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>(0,5%)</td> <td>(0,1%)</td> <td>(2,2%)</td> <td>(3,4%)</td> <td>(2,1%)</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>1,6</td> <td>(0,4)</td> <td>(3,5)</td> <td>1,2</td> <td>3,3</td> <td>N/A</td> <td>(12,6%)</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>1,6%</td> <td>(0,3%)</td> <td>(3,0%)</td> <td>1,1%</td> <td>2,6%</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Operativer Cash Flow</td> <td>1,2</td> <td>(7,8)</td> <td>(8,4)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(2,1)</td> <td>(3,9)</td> <td>(4,0)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>OCF - Capex</td> <td>(0,9)</td> <td>(11,7)</td> <td>(12,4)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>	USDm, FYE 31. Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25	Umsatzerlöse	103,8	112,9	116,4	117,6	123,7	143,2	6,4%	10,4%	%Wachstum	19,4%	8,8%	N/A	4,1%	5,2%	15,7%			Rohertrag	37,1	40,9	42,6	44,9	47,7	N/A	10,0%	N/A	% Marge	35,7%	36,3%	36,6%	38,2%	38,6%	N/A			EBITDA, angepasst	1,4	2,1	(0,0)	3,3	5,0	16,1	54,0%	121,4%	% Marge	1,3%	1,9%	(0,0%)	2,8%	4,1%	11,2%			EBIT, angepasst	(0,5)	(0,1)	(2,6)	(4,0)	(2,5)	N/A	N/M	N/A	% Marge	(0,5%)	(0,1%)	(2,2%)	(3,4%)	(2,1%)	N/A			Jahresüberschuss, ang.	1,6	(0,4)	(3,5)	1,2	3,3	N/A	(12,6%)	N/A	% Marge	1,6%	(0,3%)	(3,0%)	1,1%	2,6%	N/A			Operativer Cash Flow	1,2	(7,8)	(8,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Capex	(2,1)	(3,9)	(4,0)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	OCF - Capex	(0,9)	(11,7)	(12,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
USDm, FYE 31. Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																
	FY21A	FY22A	Sep23A	FY23E	FY24F	FY25F	FY21-23	FY23-25																																																																																																																															
Umsatzerlöse	103,8	112,9	116,4	117,6	123,7	143,2	6,4%	10,4%																																																																																																																															
%Wachstum	19,4%	8,8%	N/A	4,1%	5,2%	15,7%																																																																																																																																	
Rohertrag	37,1	40,9	42,6	44,9	47,7	N/A	10,0%	N/A																																																																																																																															
% Marge	35,7%	36,3%	36,6%	38,2%	38,6%	N/A																																																																																																																																	
EBITDA, angepasst	1,4	2,1	(0,0)	3,3	5,0	16,1	54,0%	121,4%																																																																																																																															
% Marge	1,3%	1,9%	(0,0%)	2,8%	4,1%	11,2%																																																																																																																																	
EBIT, angepasst	(0,5)	(0,1)	(2,6)	(4,0)	(2,5)	N/A	N/M	N/A																																																																																																																															
% Marge	(0,5%)	(0,1%)	(2,2%)	(3,4%)	(2,1%)	N/A																																																																																																																																	
Jahresüberschuss, ang.	1,6	(0,4)	(3,5)	1,2	3,3	N/A	(12,6%)	N/A																																																																																																																															
% Marge	1,6%	(0,3%)	(3,0%)	1,1%	2,6%	N/A																																																																																																																																	
Operativer Cash Flow	1,2	(7,8)	(8,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
Capex	(2,1)	(3,9)	(4,0)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
OCF - Capex	(0,9)	(11,7)	(12,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																															
	Börsenmultiplikatoren																																																																																																																																						
	EV/Sales 0,7x 0,7x 0,7x 0,7x 0,6x EV/EBITDA 39,1x N/M 25,0x 16,4x 5,1x EV/EBIT N/M N/M N/M N/M N/A P/E N/M N/M 69,5x 26,3x N/A																																																																																																																																						

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

PRÜFUNGSBERICHT GEMÄSS § 293B AKTG

IM ZUSAMMENHANG MIT DEM BEHERRSCHUNGSVERTRAG ZWISCHEN DER

MATICA TECHNOLOGIES GROUP SA
“Matica Group”

und

DISO VERWALTUNGS AG
“DISO”
(gemeinsam “Gesellschaften”)

AKTENZEICHEN: 31 O 82/23 KFH AKTG

ANHANG A&M-002:
BESCHREIBUNG DER VERGLEICHBAREN
TRANSAKTIONEN



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

Evolis SA

- 1 Evolis SA entwickelt, produziert und vertreibt weltweit verschiedene Drucksysteme und Lösungen zur Personalisierung von ID- und Zahlungskarten. Darüber hinaus besteht das Produktportfolio der Evolis SA auch aus Verbrauchsmaterialien wie Farbbänder, Karten und Reinigungskits. Die Gesellschaft beliefert Bildungseinrichtungen, Behörden, das Gesundheitswesen, das Hotel- und Gaststättengewerbe, den Einzelhandel, das Transportwesen und den Finanzmarkt. Evolis SA wurde 1999 gegründet und ihren Sitz in Beaucouzé, Frankreich.
- 2 Mit Wirkung zum 20. September 2023 erwarb HID Global SAS, ein Softwareunternehmen, das Lösungen für die Identitätskontrolle entwickelt, 14,03% der Anteile an Evolis SA von Crédit Mutuel Equity SCR und Crédit Mutuel Innovation. Außerdem hat HID Global SAS eine Verkaufsoption für weitere 84,4% der Aktien vereinbart. Somit hält HID Global SAS nach Abschluss der Übernahme ca. 98,5% der Aktien.

PRÜFUNGSBERICHT GEMÄSS § 293B AKTG

IM ZUSAMMENHANG MIT DEM BEHERRSCHUNGSVERTRAG ZWISCHEN DER

MATICA TECHNOLOGIES GROUP SA
“Matica Group”

und

DISO VERWALTUNGS AG
“DISO”
(gemeinsam “Gesellschaften”)

AKTENZEICHEN: 31 O 82/23 KFH AKTG

ANHANG A&M-003:
ÜBERPRÜFUNG DES VERKAUFS WESENTLICHER
VERMÖGENSGEGENSTÄNDE DER MATICA
TECHNOLOGIES AG AN DIE MATICA TECHNOLOGIES
GROUP SA IM JAHR 2021



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

Hintergrund

- 1 Unsere Bestellung als Prüferin des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen Matica Group und DISO beinhaltet zudem eine Überprüfung der Konditionen der Übertragung des wesentlichen Vermögens und des gesamten operativen Geschäfts durch die Matica Technologies AG auf die Matica Group durch Vertrag vom 5. März 2021 („Veräußerungsvertrag“). Hintergrund ist die Frage, ob bei der Transaktion eine für die Matica Group sehr vorteilhafte Veräußerung vorlag und infolgedessen etwaige Nachteilsausgleichsansprüche gem. §§ 311 ff., 317 AktG gegen die Matica Group vorliegen.

Umfang der Veräußerung

- 2 Mit dem Vertrag über den Verkauf und die Abtretung von Geschäftsanteilen und Vermögensgegenständen, unterzeichnet am 5. März 2021, veräußerte die damalige Matica Technologies AG an die Matica Group Folgendes:
 - Operatives Geschäft der Matica Technologies AG im Rahmen eines Asset Deals. Die verkauften Vermögenswerte betreffen alle beweglichen Vermögenswerte, immaterielle Vermögenswerte, einschließlich der Rechte an geistigem Eigentum, Vorräte, Vertragsverhältnisse, alle Rechte und Ansprüche wie Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die übernommenen Verbindlichkeiten und die Geschäftsunterlagen.
- 3 Sowie die Beteiligungen an den folgenden Gesellschaften im Rahmen eines Share Deals:
 - 100% der Geschäftsanteile der Matica Technologies SEA BHD. („Matica Malaysia“);
 - 100% der Geschäftsanteile der Matica Technologies Co. Ltd. („Matica Beijing“);
 - 100% der Geschäftsanteile der Matica Technologies FZCO („Matica Dubai“) und
 - 87,5% der Geschäftsanteile der Matica Corp. („Matica Corp“).
- 4 Die vier Gesellschaften werden nachfolgend gemeinsam als die „Tochtergesellschaften“ bezeichnet. Ausgenommen von der Übernahme durch die Matica Group sind Verbindlichkeiten aus nicht zu übernehmenden Verträgen sowie eine Verbindlichkeit der Matica Technologies AG gegenüber der italienischen Bank Intesa Sanpaolo S.p.A. in Höhe von TEUR 6.375 zzgl. Zinsen i.H.v. TEUR 130.

Folgen der Veräußerung

- 5 Nach Übertragung der oben genannten Vermögensgegenstände verblieben nur noch die Beteiligungen an der Matica Fintec und Matica Technologies Pte. Ltd., Singapore in der Matica Technologies AG. Die Matica Technologies Pte. Ltd., Singapore ruhte seit Ende 2021 und existiert zum jetzigen Zeitpunkt nicht mehr. Gemäß des Veräußerungsvertrages bedurfte die Veräußerung keiner Zustimmung der Hauptversammlung, da die Matica Technologies AG nicht das gesamte Gesellschaftsvermögen übertrug. Auch eine ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung unter Berücksichtigung höchstrichterlicher Rechtsprechung bestand nicht, weil durch den Verbleib der Beteiligung an der Matica Fintec insgesamt weniger als 80% des Vermögens der Veräußerin übertragen wurden. Die Veräußerung der Tochtergesellschaften erfolgte mit der Absicht einer vollständigen Tilgung der Verbindlichkeit gegenüber der Intesa Sanpaolo S.p.A.

Kaufpreis

- 6 Der Gesamtkaufpreis für die oben genannten Beteiligungen und Vermögensgegenstände betrug TEUR 6.600 und unterteilt sich in TEUR 1.100 für die Vermögensgegenstände der Matica Technologies AG exklusive der Beteiligungen, sowie TEUR 200 für die Anteile an der Matica Malaysia, TEUR 300 für die Matica Beijing Anteile, TEUR 1.600 für die Matica Dubai Anteile und TEUR 3.400 für die Anteile an der Matica Corp.

Vorliegende Bewertungsgutachten

- 7 In Verbindung mit der Veräußerung des operativen Geschäfts der Matica Technologies AG sowie der vier Tochtergesellschaften im Jahre 2021 liegen uns zwei Bewertungsgutachten von Duff & Phelps und PwC vor:
 - Vor Abschluss des Veräußerungsvertrages hat die Matica Technologies AG am 1. Februar 2021 die Duff and Phelps GmbH („D&P“) beauftragt, den Marktwert des

Eigenkapitals der Matica Technologies AG sowie der Tochtergesellschaften zu ermitteln. D&P ermittelte zum 31. Dezember 2021 einen Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von TEUR 900 für die Matica Technologies AG. Der berechnete Marktwert der von der Matica Technologies AG gehaltenen Geschäftsanteile an den Tochtergesellschaften beträgt TEUR 200 für die Matica Malaysia, TEUR 300 für die Matica Beijing, TEUR 1.600 für die Matica Dubai und TEUR 3.400 für die Matica Corp. Insgesamt beläuft sich der ermittelte Wert TEUR 6.400. Der im Rahmen der Transaktion berücksichtigte Kaufpreis betrug TEUR 6.600 und orientierte sich an dem D&P Gutachten zzgl. eines Aufschlags von TEUR 200.

- Nach Abschluss des Veräußerungsvertrages beauftragte die Matica Technologies AG mit Schreiben vom 18. Januar 2022 außerdem PwC mit der Erstellung einer Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Verkaufspreises. PwC berechnete zum 05. März 2021 eine Wertbandbreite von TEUR 4.825 bis TEUR 6.850 für die im Rahmen des Veräußerungsvertrages verkauften Vermögenswerte und Beteiligungen. Basierend auf der Wertbandbreite kam PwC zu dem Ergebnis, dass der Verkaufspreis finanziell angemessen ist.

Prüfung der damaligen Bewertung sowie wesentlicher Bewertungsannahmen

- 8 Im Zuge unserer Arbeit haben wir die dem Kaufpreis zugrundeliegende Bewertung von D&P nachvollzogen und geprüft. Im Folgenden stellen wir die Ergebnisse unserer Analysen vor und gehen auf wesentliche Bewertungsparameter ein.

Überprüfung der Unternehmensbewertung

- 9 Wir haben die in dem uns zur Verfügung gestellten Bewertungsgutachten von D&P enthaltenen Bewertungen repliziert und rechnerisch nachvollzogen, die verwendeten Bewertungsparameter überprüft und wesentliche Annahmen hinterfragt.

Kapitalkosten

Risikofreier Zins

- 10 Die angesetzten Eigenkapitalkosten wurden mittels des CAPM-Modells abgeleitet. Hierzu hat D&P einen risikolosen Zinssatz in Höhe von (0,2)% herangezogen. Eine Ermittlung des risikolosen Zinssatzes mit Hilfe von durch die Bundesbank veröffentlichten regelmäßigen Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode führt zu einem identischen Ergebnis. Wir halten den im Rahmen der Bewertung unterstellten risikolosen Zinssatz daher für angemessen.

Marktrisikoprämie

- 11 Die von D&P angesetzte Marktrisikoprämie von 7,7% liegt innerhalb der von der FAUB empfohlenen Bandbreite von 6% bis 8% vor persönlichen Steuern. Unsere Berechnung einer impliziten Marktrisikoprämie kommt tendenziell zu einem leicht höheren Ergebnis. Wir halten die von D&P angesetzte Marktrisikoprämie daher für angemessen.

Betafaktor

- 12 Einen zentralen Bestandteil der im Rahmen der Bewertung durchgeführten Kapitalkostenableitung bildet der Betafaktor. In einem ersten Schritt hat D&P einen durchschnittlichen Betafaktor aus einer Peer Group von elf Unternehmen abgeleitet, die sich im Wesentlichen als Kartendruckerhersteller und Kartenhersteller klassifizieren lassen. Außerdem wurden Hersteller von 3D-Druckern, RFID-Etiketten und -Tags sowie Internet of Things-Geräten berücksichtigt. Der von D&P abgeleitete durchschnittliche unverschuldete Betafaktor der Peer Group betrug zum Bewertungsstichtag am 31. Dezember 2020 0,87. Das Beta wurde über einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) abgeleitet. Als Referenzindex wurde der OMSCI World Index herangezogen. Im zweiten Schritt wurde das unverschuldete Peer Group Beta entsprechend der prognostizierten Kapitalstruktur der jeweiligen Beteiligung periodenspezifisch „re-levered“. Von uns durchgeführte Berechnungen anhand der identischen Peer Group führten zu vergleichbaren Ergebnissen.

13 Des Weiteren haben wir einen Peer Group-Betafaktor mit der in unserem Prüfbericht herangezogenen Peer-Group sowie der von der Bewertungsgutachterin ermittelten Vergleichsgruppe zum 31. Dezember 2020 ermittelt. Analog zu unseren Analysen im Prüfbericht haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte⁶⁶) analysiert. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:

- S&P Global 1200 sowie
- der jeweils breiteste lokale Aktienindex.⁶⁷

14 Die im Rahmen der Regression ermittelten verschuldeten Betafaktoren wurden unter Berücksichtigung der jeweiligen Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Regressionszeitraum in unverschuldete Betafaktoren überführt. Zur Überführung der verschuldeten in die unverschuldeten Betafaktoren haben wir die sog. Harris-Pringle-Anpassung herangezogen. Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Tabelle 22: Unverschuldete Betafaktoren der Vergleichsunternehmen zum 31. Dezember 2020

Unternehmen	5 Jahre, global			2 Jahre, global			5 Jahre, lokal			2 Jahre, lokal			Gesamt Ø
	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	
Druckerhersteller und -vertreiber													
Datasonic	1,7	4,03	22%	1,5	5,97	26%	1,6	2,52	10%	1,2	3,14	9%	1,5
Zebra	1,3	5,87	37%	1,0	7,40	35%	1,3	6,43	42%	0,9	7,98	38%	1,1
IDP	Insig.	Insig.	Insig.	1,6	2,44	28%	Insig.	Insig.	Insig.	1,8	4,86	61%	1,7
Durchschnitt	1,5			1,3			1,4			1,3			1,4
Median	1,5			1,5			1,4			1,2			1,4
Drucker- und Kartenhersteller sowie sonstige von der Bewertungsgutachterin herangezogene Vergleichsunternehmen													
BioSmart	Insig.	Insig.	Insig.	0,8	2,61	6%	0,9	2,50	10%	0,8	3,53	11%	0,8
Datasonic	1,7	4,03	22%	1,5	5,97	26%	1,6	2,52	10%	1,2	3,14	9%	1,5
Identiv	Insig.	Insig.	Insig.	0,6	2,41	5%	1,3	4,85	29%	1,0	4,59	17%	0,9
Wuhan	Insig.	Insig.	Insig.	0,6	2,41	5%	1,3	4,85	29%	1,0	4,59	17%	0,9
Zebra	1,3	5,87	37%	1,0	7,40	35%	1,3	6,43	42%	0,9	7,98	38%	1,1
IDP	Insig.	Insig.	Insig.	1,6	2,44	28%	Insig.	Insig.	Insig.	1,8	4,86	61%	1,7
Durchschnitt	1,5			1,0			1,3			1,1			1,2
Median	1,5			0,9			1,3			1,0			1,2

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analysis.

Grau sind Unternehmen gekennzeichnet, die keine Druckerhersteller oder -vertreiber sind.

15 Analog zu unserem Prüfbericht haben wir sowohl Unternehmen berücksichtigt, die die Kartendrucker herstellen und vertreiben, als auch Unternehmen, die die Karten selbst herstellen sowie sonstige von der Bewertungsgutachterin herangezogene Vergleichsunternehmen. Der durchschnittliche unverschuldete Betafaktor der Druckerhersteller und -vertreiber bewegt sich wie in Tabelle 22 dargestellt in einer Bandbreite von 1,3 bis 1,5.

16 Die Bandbreite der durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren der erweiterten Peer Group liegt zwischen 1,0 und 1,5

17 D&P hat den unverschuldeten Betafaktor auf 0,87 geschätzt. Da ein geringerer Betafaktor eine Erhöhung des Unternehmenswertes zur Folge hat, ergaben sich keine Anhaltspunkte dass D&P einen überhöhten unverschuldeten Betafaktor bei der Bewertung berücksichtigt hat.

⁶⁶ Die Anzahl der Datenpunkte bei der IDP im Fünf-Jahres-Zeitraum beträgt 39.

⁶⁷ Für BioSmart und IDP (beide Südkorea) - South Korea Kospi Composite Index, für Datasonic (Malaysia) - FTSE Bursa Malaysia KLCI Index, für Wuhan (China) - CSI 300 Index, für Zebra und Identiv (beide USA) – S&P 500.

Exkurs zur Peer Group beim Beherrschungsvertrag

18 Da dieses Ergebnis die aktuelle Peer Group für den Beherrschungsvertrag in Frage stellt, haben wir einen Betafaktor zum 30. November 2023 mithilfe der von D&P verwendeten Peer Group ermittelt. Die Ergebnisse unserer Analyse sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 23: Unverschuldete Betafaktoren der D&P-Peer Group zum 30. November 2023

Unternehmen ¹	5 Jahre, global			2 Jahre, global			5 Jahre, lokal			2 Jahre, lokal			Gesamt Ø
	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	Beta unlev.	t-Test	R ²	
D&P Peer Group													
3D Systems Corporation	2,2	2,14	7%	2,3	6,78	31%	1,8	2,15	7%	2,2	9,27	46%	2,1
BioSmart Co., Ltd.	0,7	2,33	9%	0,5	2,31	5%	0,5	2,09	7%	Insig.	Insig.	Insig.	0,6
Datasonic Berhad	1,3	3,61	18%	Insig.	Insig.	Insig.	1,6	3,36	16%	Insig.	Insig.	Insig.	1,4
Identiv, Inc.	1,8	4,01	22%	1,4	3,69	12%	1,5	4,06	22%	1,5	5,27	21%	1,6
New capec Electronics Co., Ltd.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	NA
Securitag Assembly Group Co., Ltd.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	NA
Wuhan Tianyu Information Industry co., Ltd.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	Insig.	0,8	2,69	7%	0,8
Zebra Technologies Corporation	1,7	8,36	55%	1,6	8,61	42%	1,5	9,14	59%	1,5	10,92	54%	1,6
Durchschnitt	1,5			1,4			1,4			1,5			1,5
Median	1,7			1,5			1,5			1,5			1,6

Source: S&P Capital IQ; A&M Analysis.

Anmerkung: Im Rahmen dieser Analyse wurde vereinfachend auf ein Winsorizing der verwendeten Renditen verzichtet, weshalb sich geringe Unterschiede zu den Ergebnissen im Prüfbericht ergeben.

¹ Auf eine Berücksichtigung der Evolis SA, Mühlbauer Holding AG und IRIS Corporation Berhad wurde verzichtet, da diese Unternehmen einen Bid-Ask-Spread von über 1,25% aufweisen und somit nicht als potentiell vergleichbares Unternehmen in Frage kommen.

19 Wie aus Tabelle 23 hervorgeht, bewegen sich die durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren – in Abhängigkeit von der eingenommenen Perspektive – in einer Bandbreite von 1,4 bis 1,5. Die ermittelte Bandbreite mithilfe der von D&P angewandte Peer Group liegt somit über dem ermittelten Betafaktor der Bewertungsgutachterin von 1,2.

Margenannahmen

565 Die nachfolgende Tabelle stellt die EBITDA-Margen der Planjahre 2021 bis 2025 für die Matica AG, Matica Corp., Matica Beijing und Matica Dubai dar. Weiterhin ist der Durchschnitt der EBITDA-Margen über die Planjahre sowie die seitens D&P berücksichtigte EBITDA-Marge in der ewigen Rente („TV“) abgebildet. Für die Matica Malaysia lag keine Unternehmensplanung vor, weshalb sie in dieser Analyse nicht dargestellt ist.

Tabelle 24: EBITDA-Margen der Matica AG und der veräußerten Beteiligungen

Gesellschaft	EBITDA-Marge						TV
	2021	2022	2023	2024	2025	21-25	
Matica AG	(5,5%)	(3,7%)	(2,3%)	(1,4%)	(0,7%)	(2,7%)	2,0%
Matica Corp.	11,5%	11,9%	11,7%	11,2%	10,7%	11,4%	12,0%
Matica Beijing	1,5%	1,2%	1,1%	0,1%	0,2%	0,8%	1,0%
Matica Dubai	0,3%	0,2%	0,5%	0,4%	0,9%	0,5%	1,5%

Quelle: D&P IDW S1 Report, A&M Analyse

20 Die für die Ewige Rente seitens D&P angenommene EBITDA-Marge für die Matica AG beträgt 2,0% und liegt damit deutlich über den für die Planjahre angenommenen Margen, welche über den gesamten Planungszeitraum negativ mit erwartet wurden – im Durchschnitt mit (2,7%).

21 Vergleichsweise hohe EBITDA-Margen wurden nur für die Matica Corporation erwartet. Hier lagen die geplanten Margen im Durchschnitt bei 11,4%. Auch hier wurde seitens D&P mit 12,0% eine im Vergleich zum Planungszeitraum hohe Margenannahme getroffen.

22 Die EBITDA-Marge der Matica Beijing wurde im Planungszeitraum mit durchschnittlich 0,8% erwartet. D&P hat bei der Ableitung der Ewigen Rente eine Marge von 1,0% unterstellt, was leicht über der durchschnittlichen Marge des Planungszeitraums liegt.

23 Für die Matica Dubai wurde im Schnitt mit einer EBITDA-Marge i.H.v. 0,5% geplant. Die von D&P in der Ewigen Rente angenommene Marge von 1,5% liegt damit deutlich darüber.

24 In Summe ergeben die seitens D&P bei der Bewertung berücksichtigten Margenannahmen in der Ewigen Rente keine Anhaltspunkte, dass die von D&P angestellten Überlegungen eine Unterbewertung nahelegen würden.

Bewertung der Matica Malaysia

- 566 Die Matica Malaysia wurde im August 2020 gegründet und wies daher zum Zeitpunkt der Bewertung durch D&P nur ein vorläufiges Ergebnis für die fünf Monate bis zum Jahresende 2020 auf. Die Matica Malaysia wurde seitens D&P mit dem Nettovermögenswert (Net Asset Value) bewertet. D&P begründete dieses Vorgehen mit der nicht vorhandenen Unternehmensplanung der Matica Malaysia. Im Ergebnis bewertete D&P die Gesellschaft mit einem Eigenkapitalwert von TEUR 200.
- 567 Der in den ersten fünf Monaten des Jahres 2020 erzielte Jahresüberschuss betrug jedoch bereits TEUR 42. Vor diesem Hintergrund haben wir die Matica Group um Bereitstellung der Ist-Zahlen für die Jahre 2021 und 2022 gebeten.
- 568 Im Jahr 2021 erzielte die Matica Malaysia ein EBITDA i.H.v. USD 43,6 Tsd., ein EBIT i.H.v. USD 23,7 Tsd. sowie einen Jahresüberschuss i.H.v. USD 12,4 Tsd,
- 569 Im Jahr 2022 konnte lediglich ein EBITDA i.H.v. USD 8,1 Tsd., ein negatives EBIT i.H.v. USD (14,5) Tsd. sowie einen Jahresfehlbetrag i.H.v. USD (26,6) Tsd. erzielt werden.
- 570 Vor dem Hintergrund des vergleichsweise niedrigen Ergebnisses in 2021 sowie dem negativen Ist-Ergebnis in 2022 gehen wir nicht davon aus, dass eine potentielle Unterbewertung der Matica Malaysia vorlag.

Etwaiger überschüssiger Kassenbestand der Matica Dubai

- 571 Im Rahmen unserer Analysen haben wir einen Kassenbestand bei der Matica Dubai festgestellt, welcher im Verhältnis zu den Umsatzerlösen sowie den operativen Kosten auf den ersten Blick hoch erschien. Der Kassenbestand beträgt im Jahr 2020 TEUR 984 wobei sich die Umsatzerlöse im selben Jahr auf TEUR 6.740 und die operativen Kosten auf TEUR 1.712 belaufen.
- 572 Aus diesem Grund haben wir das Management der Matica Group gebeten, zur Höhe der notwendigen operativen Kasse Stellung zu beziehen. Ein etwaiger überschüssiger Kassenbestand hätte bei der Bewertung berücksichtigt werden müssen und hätte sich erhöhend auf den Eigenkapitalwert der Gesellschaft ausgewirkt.
- 573 Nach Aussage der Matica Group beläuft sich der operative Kassenbestand im Durchschnitt auf zwei Monate der operativen Aufwendungen. Außerdem ist nach Aussage des Managements zusätzlich ein Puffer von USD 0,3 Mio. bis USD 0,5 Mio. vorgesehen. Dieser relativ hohe Kassenbestand ist laut Aussage der Matica Group auf die vergleichsweise volatilen Umsatzerlöse zurückzuführen, welche sich typischerweise nicht linear über das Jahr verteilen. Dies ist durch zwei wesentliche Sachverhalte zu begründen.
- 574 Zum einen besteht nach Aussage des Managements ein hoher Grad an Saisonabhängigkeit, welcher dazu führt, dass ein großer Teil der Produkte in den letzten Monaten des Jahres geliefert und bezahlt werden. Währenddessen sind über das ganze Jahr liquide Mittel, u.a. für die Aufrechterhaltung der Produktion und des Geschäftsbetriebs, in ausreichender Höhe vorzuhalten. Zum anderen kommt es aussagegemäß relativ häufig vor, dass Kunden die Zahlungsmodalitäten nicht vollständig einhalten und Zahlungen verspätet geleistet werden.
- 575 Wir haben mithilfe der Auskünfte des Managements den notwendigen operativen Kassenbestand nachvollzogen. Unsere Berechnungen ergaben eine Höhe des operativen Kassenbestands, der den damaligen Ist-Kassenbestand unterschreitet. Es wäre daher denkbar, dass ein gewisser Teil des Kassenbestands, welcher nach unserem Verständnis vollständig der operativen Kasse zugeordnet wurde, als überschüssige Kasse hätte klassifiziert werden können. In der Gesamtschau der Bewertung der veräußerten Vermögenswerte und Beteiligungen ist diese Differenz jedoch vergleichsweise gering. Wir gehen daher nicht davon aus, dass unter Berücksichtigung eines etwaigen überschüssigen Kassenbestands die sich ergebenden Bewertungsergebnisse über den von D&P ermittelten Werten gelegen hätten.

Etwaiger überschüssiger Kassenbestand der Matica Beijing

- 576 Auch im Falle der Matica Beijing ist der Kassenbestand i.H.v. TEUR 706 in 2020 im Verhältnis zu den Umsatzerlösen i.H.v. TEUR 5.416 und den operativen Kosten der Gesellschaft i.H.v. TEUR 1.149 vergleichsweise hoch.
- 577 Gemäß den Angaben des Managements soll der operative Kassenbestand der Matica Beijing die durchschnittlichen operativen Kosten für einen Zeitraum von zwei Monaten decken. Zusätzlich ist ein Puffer in Höhe von USD 0,2 Mio. vorgesehen. Diese Maßnahme erfolgt vor dem Hintergrund der volatilen Umsatzerlöse, die sich üblicherweise nicht linear über das Jahr verteilen. Dies resultiert sowohl aus dem hohen Grad der Saisonabhängigkeit als auch aus der Tatsache, dass Kunden ihre Zahlungen teilweise verzögert leisten.
- 578 Auch in Bezug auf die Matica Beijing ergaben unsere Berechnungen einen operativen Kassenbestand, dessen Höhe den damaligen Ist-Kassenbestand unterschreitet. Dies könnte darauf schließen lassen, dass ein Teil des Kassenbestands, der nach unserer Einschätzung vollständig der operativen Kasse zugeordnet wurde, potentiell als überschüssige Kasse hätte klassifiziert werden können.
- 579 Generell ist eine Ausschüttung von chinesischen Gesellschaften an Gesellschaften im Ausland mit vergleichsweise hohen Hürden verbunden. So besteht die Verpflichtung, 10% des Gewinns als gesetzliche gemeinsame Rücklage der Gesellschaft einzubehalten, solange das Unternehmenskapital unter 50% des ursprünglich registrierten Unternehmenskapitals liegt. Darüber hinaus ist eine Einholung einer Genehmigung des staatlichen chinesischen Devisenamts erforderlich.⁶⁸
- 580 Inwiefern potentielle Schwierigkeiten bei der Ausschüttung eines etwaigen überschüssigen Kassenbestands der chinesischen Tochterfirma an die ausländische Muttergesellschaft bei der Berücksichtigung dessen Ansatz und Höhe bei der Bewertung durch D&P eine Rolle gespielt haben, ist uns nicht bekannt. Auch im Falle eines möglichen nicht operativen Kassenbestands gehen wir aufgrund der uns vorliegenden Informationen nicht davon aus, dass dies in der Gesamtschau wesentliche Auswirkungen auf den von D&P ermittelten Wert hätte.

Fazit

- 581 Im Rahmen dieser Analyse haben wir die bei der Veräußerung des operativen Geschäfts der Matica Technologies AG sowie deren Tochtergesellschaften Matica Malaysia, Matica Beijing, Matica Dubai und Matica Corp. zugrunde gelegten Unternehmenswerte überprüft.
- 582 Wesentliche Grundlage hierfür bildete das Bewertungsgutachten von D&P, an welchem sich die Höhe der damaligen Kaufpreise orientierte. Hierbei haben wir die von D&P ermittelten Unternehmenswerte nachvollzogen und überprüft sowie wesentliche Bewertungsannahmen und -parameter untersucht.
- 583 Bei der Überprüfung der von D&P berücksichtigten Kapitalkostenannahmen haben sich keine Hinweise ergeben, dass diese in einer Höhe gewählt wurden, die eine bewusste Unterbewertung implizieren würde. Die von D&P unterstellten Kapitalkosten sind tendenziell sogar eher am unteren Ende einer vertretbaren Bandbreite angesiedelt.
- 584 Auch bei den untersuchten Margenannahmen in der Ewigen Rente ergaben sich keine Indizien, dass diese zu niedrig angenommen wurden und in der Folge eine Unterbewertung vorgelegen hätte.
- 585 Vor dem Hintergrund der von der Matica Malaysia erzielten Ist-Ergebnisse der Jahre 2021 und 2022 haben sich keine Indizien ergeben, dass der damals mit der Begründung der fehlenden Planungsrechnung gewählte NAV-Bewertungsansatz zu einer Unterbewertung geführt hat.
- 586 Schließlich ergab sich die Frage nach der potentiellen Berücksichtigung von überschüssigen Kassenbeständen der Matica Dubai und der Matica Beijing. Obgleich bei diesen Gesellschaften unter Umständen überschüssige Kassenbestände vorlagen, ergaben sich keine Anhaltspunkte, dass die fehlende Berücksichtigung dieser, in der Gesamtschau mit den anderen untersuchten Annahmen und Parametern, eine Unterbewertung nahelegen würden.

⁶⁸ PwC (2023): Ausschüttung von Gewinnen chinesischer Tochtergesellschaften nach Deutschland

- 587 Im Rahmen unserer Untersuchungen haben sich keine Anzeichen dafür ergeben, dass die von D&P abgeleiteten Unternehmenswerte zu niedrig waren und damit eine potentiell vorteilhafte Veräußerung zugunsten der Matica Group vorgelegen hat.

ANLAGENVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
A&M-001	Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 14. September 2023
A&M-002	Standard Terms of Business for A&M Valuation Services

PRÜFUNGSBERICHT GEMÄSS § 293B AKTG

IM ZUSAMMENHANG MIT DEM BEHERRSCHUNGSVERTRAG ZWISCHEN DER

MATICA TECHNOLOGIES GROUP SA
“Matica Group”

und

DISO VERWALTUNGS AG
“DISO”
(gemeinsam “Gesellschaften”)

AKTENZEICHEN: 31 O 82/23 KFH AKTG

ANLAGE A&M-001:
BESCHLUSS DES LANDGERICHTS STUTTGART VOM 15.
SEPTEMBER 2023



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

15/09/2023 14:13

COMMERCIAL COURT

+49 711 212 2722

#412

Seite 01/08



Landgericht Stuttgart

31. KAMMER FÜR HANDELSACHEN - COMMERCIAL COURT

Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart

Vorab per Fax: 069 71 048 71 01

31 O 82/23 KfH AktG

Alvarez & Marsal GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

v.d.d. Geschäftsführer

z. Hd. Herrn Dr. Tim Laas

Neue Mainzer Straße 28

60311 Frankfurt am Main

Datum: 15.09.2023

Durchwahl: 0711 212-2728

Aktenzeichen: 31 O 82/23 KfH AktG

(Bitte bei Antwort angeben)

In dem Antragsverfahren

DISO Verwaltungs AG

wg. Antrag auf Bestellung eines Vertragsprüfers gem. § 293c Abs. 1 S. 1 AktG

Sehr geehrte Damen und Herren,

anbei erhalten Sie eine beglaubigte Abschrift des Beschlusses vom 14.09.2023.

Mit freundlichen Grüßen

Auf Anordnung

Scheeff

Justizangestellte

Dieses Schreiben wurde elektronisch erstellt und ist ohne Unterschrift gültig.

Informationen zum Schutz personenbezogener Daten bei deren Verarbeitung durch die Justiz nach Artikel 13 und Artikel 14 der Europäischen Datenschutz-Grundverordnung finden sich auf der Internetseite des Gerichts unter dem Menüpunkt „Service“ / „Informationen zum Datenschutz in der Justiz“. Auf Wunsch übersenden wir diese Informationen auch an Verfahrensbeteiligte in Papierform.

Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart · VVS: Haltestelle Charlottenplatz

Telefon 0711 212-0 · Telefax 0711 212-3556 · E-Mail poststelle@lgstuttgart.justiz.bwl.de · Internet www.landgericht-stuttgart.de

Sprechzeiten Montag - Donnerstag:

09:00 - 15:30 Uhr

Freitag: 09:00 - 12:00 Uhr

Barrierefreier Zugang: Urbanstraße 20 und Olgastraße 2

15/09/2023 14:13

COMMERCIAL COURT

+49 711 212 2722
Beglaubigte Abschrift

#412

Seite 02/08

Aktenzeichen:
31 O 82/23 KfH AktG



Landgericht Stuttgart

31. KAMMER FÜR HANDELSACHEN
COMMERCIAL COURT

Beschluss

In dem Antragsverfahren

DISO Verwaltungs AG, vertreten durch d. Vorstand Ralf Erdhütter, Am Kirchberg 23, 73734 Esslingen
- Antragstellerin -

wegen Antrag auf Bestellung eines Vertragsprüfers gem. § 293c Abs. 1 S. 1 AktG anlässlich des beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Matica Technologies Group SA mit Sitz in Zug, Schweiz, als herrschender Gesellschaft

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - Commercial Court - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Schumann am 14.09.2023 beschlossen:

I.

1.

Auf den am 11.09.2023 bei Gericht eingegangenen, auf den 07.09.2023 datierten Antrag der im Rubrum genannten DISO Verwaltungs AG wird die

Alvarez & Marsal GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Neue Mainzer Straße 28
60311 Frankfurt am Main

Ansprechpartner / tätiger Prüfer: Herr Wirtschaftsprüfer Dr. Tim Laas

zum gerichtlich bestimmten Vertragsprüfer (nachfolgend: „Prüfer“) bestellt. Aufgabe des Prüfers

15/09/2023 14:13 COMMERCIAL COURT +49 711 212 2722 #412 Seite 03/08
31 O 82/23 KFH AKTG - 2 -

ist gem. § 293b Abs. 1 AktG die Prüfung des beabsichtigten Unternehmensvertrages (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gem. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG) zwischen der Matica Technologies Group SA mit Sitz in Zug, Schweiz (CH-HR-Nr. 113.274.518), und der DISO Verwaltungs AG mit Sitz in Esslingen.

Die genannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 06.09.2023 die Bedingungen der §§ 293d AktG, 319 Abs. 1 HGB und ist insbesondere nicht nach §§ 319 Abs. 2 - 4, 319b HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen. Sie hat zudem versichert, dass kein sonstiges Prüfungs- oder Beratungsverhältnis bestehe.

Die Regelung des Vertragsverhältnisses zwischen der Antragstellerin, gegebenenfalls auch der Matica Technologies Group SA, einerseits und dem Prüfer andererseits bleibt deren Angelegenheit. Ein Auftragsverhältnis zwischen dem Gericht und dem Prüfer kommt durch den vorliegenden Beststellungsbeschluss nicht zustande.

2.

Der Prüfer und beide vertragsschließenden Unternehmen, sowohl die Antragstellerin als auch die am vorliegenden Verfahren nicht beteiligte Matica Technologies Group SA, werden auf diesem Wege darauf hingewiesen, dass der Prüfer zu einer gewissenhaften und unabhängigen Prüfung verpflichtet ist und er für die Erfüllung dieser Verpflichtung der Gesellschaft, der Hauptaktionärin und den Minderheitsaktionären gleichermaßen verantwortlich ist (§ 293d Abs. 1 AktG). Deshalb stehen dem Prüfer umfassende Auskunfts- und Einsichtsrechte gegenüber der Gesellschaft und der Hauptaktionärin zu (§ 293d Abs. 1 Satz 3 AktG), auf die hier nachdrücklich hingewiesen wird.

Diese unabhängige Stellung des gerichtlich bestellten Prüfers ist zum einen im Hinblick auf seine Aufgabe zu sehen, sich im Prüfungsbericht zur Angemessenheit der anzubietenden Kompensation zu erklären. Sie ist zum anderen aber auch von besonderer Bedeutung für ein etwaiges späteres Spruchverfahren, in dem nicht nur der Prüfungsbericht verwertet werden kann, sondern nach der Vorstellung des Gesetzgebers im Regelfall auch Erläuterungen und Ergänzungen durch den unabhängigen, sachverständigen Prüfer in einer mündlichen Verhandlung nach Maßgabe von § 8 Abs. 2 SpruchG als Beweismittel in Betracht kommen, um so nach Möglichkeit eine neue Begutachtung zu vermeiden. Im Rahmen der Prüfung sind einschlägige Elemente der Bewertung auf ihre Plausibilität zu untersuchen. Wesentliche Parameter sind im Prüfungsbericht offenzulegen (vgl. dazu: i. e. unter Ziff. 3).

3.

Vor diesem Hintergrund und im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung wird dem Prüfer aufgegeben, in seinem Prüfungsbericht nach § 293e AktG zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen (vgl. auch § 293e Abs. 1 Satz 3, Abs. 2 i. V. m. § 293a Abs. 2 AktG) - sofern sich die fraglichen Informationen nicht bereits hinreichend deutlich und ausführlich aus dem Bericht der Gesellschaft gem. § 293a Abs. 1 AktG ergeben:

- a) Im Prüfungsbericht ist darzustellen, an welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit seine Prüfung erfolgt ist und über welche Qualifikationen die eingesetzten Mitarbeiter verfügen. Sofern eine Parallelprüfung stattfindet, ist der Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht kurz zu erläutern.
- b) In welchen wesentlichen Punkten bestanden divergierende Auffassungen des Prüfers zu denen des Erstellers des Berichtes nach § 293a Abs. 1 AktG oder des Bewertungsgutachters hinsichtlich der dort dargelegten Bewertung? Sofern der Unternehmenswertgutachter sich nicht der Auffassung des Prüfers angeschlossen hat, ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers vorzugswürdig ist.
- c) Falls vom Prüfer verlangte Auskünfte oder sonstige Informationen (siehe oben Ziff. 2) nicht gewährt worden sind, ist dies im Bericht offen zu legen.
- d) Es ist darzulegen, aufgrund welcher Methoden der Unternehmenswert ermittelt wurde und ob die Methoden angemessen sind. Erforderlich ist die Darstellung der Bewertungsverfahren für die Bewertung des betriebsnotwendigen, des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens und ggf. der Sonderwerte.
- e) Bei Anwendung eines Ertragswertverfahrens ist aufzuführen, aus welchen Quellen die im Ertragswertverfahren für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes benutzten Parameter (Basiszinssatz, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Beta-Faktor, Zusammensetzung einer Peer-Group u.a.) abgeleitet worden sind, und kurz zu begründen, warum gerade diese Indizes und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind. Es ist darzustellen, ob und wie die anhand von Kapitalmarktdaten abgeleiteten Größen vor dem Hintergrund der spezifischen Situation des Unternehmens einer Plausibilitätskontrolle unterzogen wurden.

Soweit auf Empfehlungen des FAUB zurückgegriffen wird, sollte aus dem Prüfungsbericht hervorgehen, inwieweit die Anwendung dieser Empfehlungen in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlich und fachlich anerkannt ist und - soweit dem Prüfer bekannt - inwieweit die angewendeten Empfehlungen auf einer plausiblen Datengrundlage oder wissenschaftlichen Erkenntnisquelle beruhen.

- f) Soweit Vergangenheitsergebnisse und bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen.
- g) Hinsichtlich der zugrunde gelegten Unternehmensplanungen sind folgende Punkte darzustellen:

(1) Basisplanungen:

Wer hat die Basisplanungen erstellt?

Wann wurden diese aufgestellt?

Welche Organe haben die Prüfungen gebilligt?

Wurden die Planungen im Rahmen des unternehmensüblichen Planungs- und Budgetierungsprozesses erstellt oder wurden sie speziell für die vorgenommene Unternehmensbewertung ausgearbeitet?

(2) Modifikationen:

Wurden Änderungen oder Ergänzungen unternehmensinterner Basisplanungen durch den Bewertungsgutachter (oder den Prüfer) vorgenommen?

Welche eigenständigen Rechnungen (z.B. Ermittlung der ewigen Rente) oder Sonderwertrechnungen (z.B. Auszahlungsplan für Pensionsverpflichtungen) wurden von ihm ermittelt?

(3) Planungsprämissen:

Darstellung der wesentlichen wertbeeinflussenden Planungsparameter mit entsprechenden Erläuterungen bzw. Begründungen hinsichtlich deren Auswahl und gegebener Bandbreiten. Insbesondere sind die Prämissen bezüglich der Entwicklung und der Geschäftstätigkeit darzulegen. Die zur Verfügung stehenden Marktprognosen zum Zeitpunkt der Planerstellung sind ebenso aufzuführen, wie die Auswahl der zugrunde

gelegten Marktprognosen. Die Ertragsplanung ist hinsichtlich Mengen- und Preisentwicklung getrennt zu beschreiben.

- h) Erläuterungen von Besonderheiten bei der im Bericht oder Bewertungsgutachten dargelegten Bewertung, z.B.

- Sonderwerte
- nicht betriebsnotwendiges Vermögen
- besondere Unternehmenssituationen.

Im Rahmen der Überprüfung der Bewertung ist auf etwaige Nachteilsausgleichsansprüche gem. §§ 311 ff., 317 AktG gegen die Mehrheitsaktionärin einzugehen. Anlass zu diesem Hinweis besteht aufgrund des gerichtsbekanntes Umstandes, dass das LG München I durch Beschluss vom 24.11.2022 einen Sonderprüfer bestellt hat, der u.a. den Konditionen der Übertragung des wesentlichen Vermögens und des gesamten operativen Geschäfts auf die Matica SA durch Vertrag vom 05.03.2021 nachzugehen hat; in dem Beschluss hat das LG München I u.a. ausgeführt, dass in Bezug auf die Veräußerung hinreichende Anhaltspunkte für eine „für die Erwerber sehr vorteilhafte Veräußerung“ vorlagen (Beschluss des LG München I vom 24.11.2022, Az.: 17 HK O 3381/22, insbesondere Beschlusstenor Ziff. I. 1. und 2.; gegen den Sonderprüferbestellungsbeschluss des LG München I wurde nach Kenntnis des LG Stuttgart Beschwerde eingelegt). Dies wiederum ist dem LG Stuttgart aus dem hier anhängig gewesenen Verfahren 31 O 145/22 KfH bekannt.

- i) Im Falle der Ermittlung eines Börsenwertes sind die Datenquellen und die Berechnungsmethodik bei der Ermittlung von durchschnittlichen Börsenkursen zu nennen bzw. darzustellen. Die gehandelten Einzelumsätze mit Angaben zu Datum, Volumen (Stückzahl), Börsenplatz und gehandeltem Kurs sollten sich aus dem Prüfbericht oder einem Anhang dazu ergeben oder bei sehr großem Datenumfang zumindest in elektronischer Form beigefügt werden (vgl. Ziffer 4.). Weicht der Börsenkurs von einem nach anderen Methoden ermittelten Unternehmenswert erheblich ab, sollte sich der Prüfer im Bericht näher mit möglichen Erklärungen der Diskrepanz auseinandersetzen.

4.

Dem Prüfer wird aufgegeben, ein Exemplar seines Prüfberichts für das Gericht zur Akte unter dem oben genannten Aktenzeichen zu reichen.

15/09/2023 14:15 COMMERCIAL COURT +49 711 212 2722 #412 Seite 07/08
31 O 82/23 KFH AKTG - 6 -

Sofern er sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes eines Rechenprogramms bedient hat, soll nach Möglichkeit dem Gericht ein vereinfachtes Rechenmodell für Plausibilitätsüberlegungen in Dateiform auf einem gebräuchlichen Datenträger in gebräuchlichem Format (vorzugsweise: USB-Stick oder CD-Rom mit Excel-Datei) mit der Übersendung des Berichtes zur Verfügung gestellt werden.

Dasselbe gilt für Kapitalmarktdaten (Börsenkurse, Handelsvolumina etc.), falls diese unter dem Gesichtspunkt der Berücksichtigung eines Börsenwertes erhoben worden sind.

5.

Sofern die Festsetzung der Vergütung durch das Gericht beantragt werden wird (§§ 293c Abs. 1 Satz 5 AktG, § 318 Abs. 5 HGB), hat der Prüfer Honorarvereinbarungen mit der Antragstellerin und / oder der Hauptaktionärin dem Gericht gegenüber offenlegen.

6.

Aus gerichtlicher Fürsorge wird der Prüfer ausdrücklich auf § 403 AktG hingewiesen. Danach wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft, wer als Prüfer oder als Gehilfe eines Prüfers über das Ergebnis der Prüfung falsch berichtet oder erhebliche Umstände im Bericht verschweigt. Handelt der Täter gegen Entgelt oder in der Absicht, sich oder einen anderen zu bereichern oder einen anderen zu schädigen, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe (Abs. 2).

II.

Der Gegenstandswert wird auf 60.000,00 € festgesetzt (§ 67 Abs. 1 Nr. 1 GNotKG, vgl. Bormann/Diehn/Sommerfeldt/Sommerfeldt, 3. Aufl. 2019, GNotKG § 67 Rn. 15).

Der Antragstellerin wird aufgegeben, unverzüglich die anfallenden Gerichtskosten in Höhe von 1.466,00 € einzuzahlen (2 Gerichtsgebühren nach § 34 GNotKG Tabelle A i. V. m. § 36 Abs. 1 GNotKG und Nr. 13500 GebVerz GNotKG).

15/09/2023 14:15 COMMERCIAL COURT +49 711 212 2722 #412 Seite 08/08
31 O 82/23 KfH AKTG - 7 -

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen den Beschluss kann Beschwerde eingelegt werden, die binnen einer Frist von 1 Monat ab Zustellung des Beschlusses beim Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart, eingehen muss. Die Beschwerdefrist ist durch einen Rechtsanwalt zu unterzeichnen.

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde. Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird. Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem dritten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart einzulegen. Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht. Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie Sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf www.ejustice-bw.de beschrieben.

Dr. Schumann
Vorsitzender Richter am Landgericht

Beglaubigt
Stuttgart, 15.09.2023



Scheeff, JAng`e
Urkuⁿdsbeamtin der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig

PRÜFUNGSBERICHT GEMÄSS § 293B AKTG

IM ZUSAMMENHANG MIT DEM BEHERRSCHUNGSVERTRAG ZWISCHEN DER

MATICA TECHNOLOGIES GROUP SA
“Matica Group”

und

DISO VERWALTUNGS AG
“DISO”
(gemeinsam “Gesellschaften”)

AKTENZEICHEN: 31 O 82/23 KFH AKTG

ANLAGE A&M-002:
STANDARD TERMS OF BUSINESS FOR A&M VALUATION
SERVICES



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

SCHEDULE I

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

STANDARD TERMS OF BUSINESS FOR VALUATION SERVICES; May 2020

These Standard Terms of Business (including any relevant Supplements) form part of the Contract which will apply to the Services we provide to you pursuant to the Engagement Letter.

<p>1. Defined Terms</p> <p>1.1.1 “Alvarez & Marsal Entities” means A&M and any other entity carrying on business under all or any part of the Alvarez & Marsal name, or which is otherwise within (or associated or connected with an entity within) the Alvarez & Marsal network of firms worldwide (to exclude Alvarez & Marsal Capital, LLC and subsidiaries).</p> <p>1.1.2 “A&M”, “we” or “us” (or derivatives) means A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, a limited liability company incorporated in Munich, Germany (number HRB 202 025) and whose registered office is at Thierschplatz 6, D-80538 Munich.</p> <p>1.2 “Addressees” or “you” (or derivatives) means the Client, together with any Beneficiary.</p> <p>1.3 “Affiliates” means an entity controlling, controlled by or under common control with the first named entity.</p> <p>1.4 “Assurance”, “Audit”, “Compilation”, “Examination”, “Opinion”, “Review” each have the meanings given to them in the professional standards issued by German Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), the International Auditing and Assurance Standards Board or any similar body.</p> <p>1.5 “Beneficiary” or “Beneficiaries” means the persons (a) whom we and the Client have agreed may have the benefit of and rely on the Services and/or the Report and (b) to whom we have assumed a duty of care in respect of the Services and/or the Report and who have accepted the terms of the Contract under written arrangements with A&M.</p> <p>1.6 The “Client” means the original addressees of the Engagement Letter.</p> <p>1.7 “Confidential Information” means information or documents which we receive or produce for the purposes of providing the Services and which are marked confidential or are manifestly confidential but does not include any information which:</p> <p style="margin-left: 20px;">(a) is received from a third party who owes no obligation of confidence in respect of the information; or</p> <p style="margin-left: 20px;">(b) is or becomes generally available to the public other than as a result of a breach of an obligation under clause 6.1; or</p> <p style="margin-left: 20px;">(c) is known to A&M prior to starting to provide the Services.</p> <p>1.8 The “Contract” means the Engagement Letter and its schedules (including these Standard Terms of Business and any Supplements), in each case, as amended by us, from time to time, in accordance with the terms of the Contract.</p>	<p>1.9 “Contractor” means any third party entity or individual engaged by A&M (or by any other Alvarez & Marsal Entity), including sub-contractors and agents, whether in respect of the Services or more generally to support the administration and management of Alvarez & Marsal Entities and/or their businesses.</p> <p>1.10 “Damage” means the aggregate of all losses, costs, expenses, liabilities or damages (including interest thereon, if any) suffered or incurred, directly or indirectly, by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.</p> <p>1.11 “Data Controller”, “Data Processor”, and “Data Subject” each have the same meanings in this Contract as in the GDPR, as amended from time to time.</p> <p>1.12 “Data Protection Laws” means the Regulation (EU) 2016/679 of the European Parliament of the Council of 27 April 2016 on the protection of personal data and on the free movement of such data (the General Data Protection Regulation; the “GDPR”) and such national legislation implementing the GDPR.</p> <p>1.13 “Each of us”, “Either of us” or any similar expressions refer to A&M, the Client and any other Addressee.</p> <p>1.14 “Engagement Letter” means the letter sent to you (with these Standard Terms of Business and any Supplements), setting out details of the Services and the terms of the Contract between us.</p> <p>1.15 “Management” means the managers of any entity or business that supplies information to A&M in connection with the Services, as the context requires.</p> <p>1.16 “Personal Data” has the meaning given to it in the GDPR, as amended from time to time.</p> <p>1.17 “Personnel” means each of those individuals who is a member, partner, managing director, director or employee of any Alvarez & Marsal Entity or who is a Contractor or a member, partner, managing director, director or employee of a Contractor. This definition covers Personnel of any Alvarez & Marsal Entity whether they are employed by that Alvarez & Marsal Entity directly or through a service company or similar entity.</p> <p>1.18 “Report” means any oral comments and draft or final documents (including presentations and correspondence), whether in hard copy or electronic form, provided to you in connection with the Services. “Report” includes reference to any part of any Report.</p> <p>1.19 The “Services” are those services to be provided under the terms of this Contract as described in the Engagement Letter. The Services also include any changes agreed under clause 8.2 below to the scope of our work.</p>
--	---

2. The Services	2.8.2	Our work will not constitute an Examination or Compilation engagement and we will not prepare projections. Where we comment on bases and assumptions underlying the projections, our Report may include tables aggregating quantified vulnerabilities, upsides and/or sensitivities in order to illustrate effects of possible alternative assumptions. Those tables should not be regarded as a restatement of Management's projections, or preparation of revised projections.
2.1 We will provide the Services with reasonable skill and care.		
2.2 The Services will cover the areas agreed with the Client in the Engagement Letter. The Services will not include an Audit conducted in accordance with generally accepted auditing standards, an Examination of internal controls, or other Review or Assurance services. Accordingly, we will not express an Opinion or any other form of Assurance on the financial statements of the Client or any other financial information (including projections), or operating or internal controls of the Client. Except to the extent expressly agreed to the contrary, where we comment on the use of internet technologies in key business processes, we will do so as providers of due diligence rather than as information technology specialists.	2.8.3	If projections presented to A&M for comment are of such a poor standard that suggesting adjustments in our Report would amount to preparation or re-preparation of projections, we will instead discuss with you whether revised projections will be prepared for A&M to consider.
2.3 You shall provide (or cause others to provide) to us promptly the information and assistance that we reasonably require to perform the Services. You confirm that the provision of information to us will not infringe any copyright or any other third party rights.	2.8.4	You acknowledge that when considering information presented in our Report, including (where applicable) likely future profitability and cash flows, it is your responsibility to consider our comments and make your own decision based on the information available to you.
2.4 Except to the extent otherwise stated in our Report, our work will be carried out on the basis that any information supplied (whether or not in writing and by Management or otherwise) to A&M and on which our work is based is accurate and not misleading and we will not verify it, perform audit procedures that would enable A&M to express an audit opinion on information included in our Report or check it in any other way.	2.8.5	Since events and circumstances frequently do not occur as expected, there will usually be differences between predicted and actual results and those differences may be material. We assume no responsibility for the achievement of predicted results. It is understood and agreed that A&M's work may include advice and recommendations, but all decisions in connection with the implementation of such advice and recommendations shall be the responsibility of, and made by, the Client. Further, A&M assumes no responsibility for the selection, approval, or implementation of any actions which it assists the Client in formulating.
2.5 There is no assurance that all matters of significance to you will be disclosed by our work. It is your responsibility to determine whether the areas we are to cover and the extent of verification or other checking included in the Services are adequate for your purposes and we make no representations, warranties or other statements in this regard.	2.9	Except as provided in this clause 2.9, the Services do not include the provision of legal advice or legal due diligence services and we make no representations, warranties or other statements concerning questions of legal interpretation.
2.6 We are entitled to assume that any instructions, notices or requests (whether in writing or not and however communicated to us) have been properly authorised by you if they are given or purported to be given by an individual or person who is or purports to be and is reasonably believed by A&M to be a director or employee of your authorised agent. A&M shall be entitled to rely on all decisions and approvals of the Client.	2.10	You acknowledge that you do not require A&M to do any of the following: make investment decisions; provide investment advice (which includes such services as recommending whether any transaction should proceed and advising on the price); determine levels of finance; act or negotiate on your behalf, or act as management. These matters are your responsibility.
2.7 Where a timetable is agreed for the provision of the Services, each of us will use reasonable efforts to carry out our respective obligations in accordance with the timetable. However, unless both of us specifically agree otherwise in writing, dates contained in the timetable are intended for planning and project management purposes only and are not contractually binding.	3. Costs and Fees	
2.8.1 This clause 2.8 applies where the Services include consideration of any financial information about the future (projections).	3.1	The Client agrees to pay for the Services and for any reasonable out-of-pocket expenses. Our fees are exclusive of taxes or similar charges, as well as customs, duties or tariffs imposed in respect of the Services, all of which you shall pay.
	3.2	Our invoices are payable on receipt or at such other time as may be specified in the Engagement Letter. We may claim appropriate advances for remuneration and reimbursement of outlays and make rendering of our Services

	dependent upon complete satisfaction of our claims.	4.3	You agree that, save as provided in clause 4.5 or otherwise in this Contract, you will not pass our Report or any other deliverables of the Services to any third party by any means without our prior written consent. We may, at our discretion, withhold consent or give our consent subject to certain conditions, for example receiving a letter in a form acceptable to A&M signed by the proposed recipient third party seeking access.
3.3	Any fee estimates we give are not contractually binding and will be subject to any stated caveats and assumptions and to any factors outside our control.		
3.4	Our fees will reflect such factors as complexity, specialist input (including the use of techniques, expertise, and know-how developed within any Alvarez & Marsal Entity) and time spent, and will take into account urgency and inherent risks.	4.4	We accept no liability or responsibility to any third party who, with or without our consent, gains access to our Report.
3.5	If we are required by applicable law, legal process or government action to provide information or personnel as witnesses with respect to the Services or this Engagement Letter, you shall reimburse us for any professional time and expenses (including reasonable external legal costs) incurred to respond to the request, unless we are party to the proceedings or the subject of the investigation or unless we do get fully reimbursed by public authorities.	4.5	You may disclose copies of our Report where you are required to do so by law, legal process or regulation, provided that, where reasonably and legally possible, you notify us of such requirement prior to disclosure. You may also make copies of our Report (in full) available to your directors, officers and employees and your legal and other professional advisers, provided that in each case you take reasonable steps to ensure that they fully understand that: <ul style="list-style-type: none"> (a) we accept no duty of care or responsibility to them in respect of any use they may make of our Report and they may not to bring any claims or actions against us in respect of our Report or the Services; (b) our Report is confidential and may not be disclosed to any other person without our prior written consent; (c) in respect of Personal Data, they are required to comply with the German Data Protection Act ("Bundesdatenschutzgesetz").
3.6.	We reserve the right to defer or postpone providing additional services or to cease work on any matter for which we have not received any requested payment within the agreed payment terms. We reserve the right to charge interest at the rate of five percent (5%) per annum on a daily basis over the Basiszinssatz published by the Deutsche Zentralbank on all sums not paid within 30 days of presentation of our invoice, calculated and compounded monthly (based on a three hundred sixty (360) day year of twelve (12) thirty (30) day months), but not to exceed the maximum rate permitted by law ("Prime Rate"), and you agree to pay such interest if applicable. You agree that our fees are exclusive of any withholding tax or other taxes and that, to the extent that any such taxes are applicable, you and not A&M shall be liable for payment. All payments due to A&M shall be made without withholding or deduction on account of any taxes whatsoever.	4.6	We own the intellectual property rights (including, without limitation, any copyright) in our working papers, our Report and any other product or deliverable of the Services. You may, however, make copies of our Report for use in accordance with the provisions of this Clause 4. We retain all intellectual property rights in any data, software, database, system, technique, methodology, idea, concept, information and know-how we may use in performing the Services, including in any developments of such materials occurring in the performance of the Services.
4.	Our Report	5.	IT
4.1	You agree not to use our Report for any purpose other than for the purposes of the Services.	5.1	We will each be responsible for protecting our own systems and interests in relation to electronic communications and, subject to clause 7.1, neither you nor A&M or its Personnel will have any liability to each other on any basis, whether in contract, tort (including negligence) or otherwise, in respect of any error, damage, loss, cost or omission arising from or in connection with the electronic communication of information between us, or A&M's use of your network and internet connection.
4.2	In providing the Services to you we may provide oral comments, drafts of the written Report, presentations, letters, schedules or hard or soft copies of computer models. As these represent work in progress and/or are not our final findings, we do not assume any duty of care or responsibilities, whether in contract, tort, statute or otherwise to you or anyone else in respect of any of them. The final results of our work will be contained in our final Report. There may be events, developments or changes in circumstances subsequent to the date of our Report which may affect the continuing validity of the Report, and you agree that we have no obligation to update the Report or to notify you of any such matter of which we or any Alvarez & Marsal Entities have become or may become aware.		

<p>5.2 We do not guarantee that any electronic communication or electronic transmission of information sent during the engagement is secure, virus-free or error-free.</p> <p>6. Confidentiality</p> <p>6.1.1 We will keep Confidential Information confidential and secure.</p> <p>6.1.2 Notwithstanding clause 6.1.1, we may disclose Confidential Information:</p> <p style="padding-left: 20px;">(a) to the extent it is or comes into the public domain other than through a breach of this confidentiality provision;</p> <p style="padding-left: 20px;">(b) to the extent that we believe that disclosure is required by law or professional obligation or other regulation;</p> <p style="padding-left: 20px;">(c) to other Alvarez & Marsal Entities and/or Contractors on the understanding that we shall take reasonable steps to ensure that recipients are required to safeguard confidentiality; and</p> <p style="padding-left: 20px;">(d) to our insurers and/or professional advisers (including our legal advisers) provided that Confidential Information remains confidential.</p> <p>6.1.3 Subject to clause 6.1.1 we may cite the performance of the Services to our clients and prospective clients as an indication of our experience.</p> <p>6.2.1 You agree to comply with Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to you by A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.</p> <p>6.2.2 A&M will be a data controller of Personal Data provided to us in conjunction with the Services or otherwise processed in connection with providing the Services. We agree to comply with our obligations under Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.</p> <p>6.2.3 In respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services, you undertake to ensure that processing such data in accordance with the terms of this Contract will not place A&M or any other Alvarez & Marsal Entities in breach of Data Protection Laws.</p> <p>6.2.4 In providing the Services under the Contract, A&M may have access to personal, sensitive or confidential data relating to third parties (including the Target) ("Third Party Confidential Information") and such Third Party Confidential Information may be provided to you or third parties as part of the Report or otherwise in connection with the Services. The processing or transfer of such Third Party Confidential Information may be subject to Data Protection</p>	<p>Laws. The Client confirms as follows: (a) you are responsible for the security of Third Party Confidential Information provided to you and will implement and maintain industry-standard or better administrative, technical and physical safeguards with respect to such Third Party Confidential Information; (b) where applicable, you and not A&M shall be responsible for obtaining all necessary consents for the processing and transfer of Third Party Confidential Information to you or third parties in connection with the Services; (c) you will comply with Data Protection Laws in connection with such Third Party Confidential Information; and (d) processing and transferring Third Party Confidential Information in accordance with the terms of the Contract will not place A&M in breach of any Data Protection Laws.</p> <p>6.2.5 A&M's privacy policy describes why and how we collect and use personal data and provides information about individuals' rights. This is available on A&M's website at: https://www.alvarezandmarsal.com/terms-use.</p> <p>6.2.6 Objection to marketing: at any time, including at the time of entering into this Contract, the Client, its personnel and employees have the right to object to A&M's processing of data about you in order to send you marketing information. To stop receiving an email from an A&M or other Alvarez & Marsal Entity marketing list, please click on the unsubscribe link in the relevant email received from us; or please email us at data.protection.office@alvarezandmarsal.com.</p> <p>6.3 You acknowledge to A&M that it is not the responsibility of A&M to: (i) design, establish and maintain a system of internal accounting controls in compliance with the U.S. Securities Exchange Act of 1934 and applicable Securities and Exchange Commission regulations (collectively, the "SEC Rules"), including "disclosure controls and procedures" and "internal controls and procedures for financial report", as each such term is used and defined under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the interpretive guidance and regulations relating to such Act, and (ii) make such disclosures with respect to this engagement that are required by applicable SEC Rules.</p> <p>7. Liability</p> <p>7.1 Our liability for claims of compensatory damages of any kind for an individual case of Damage resulting from negligence is limited to EUR 4 million ("Maximum Liability Amount"). This also applies if liability to any person other than you is established. Any exclusion or restriction of a liability or remedy is only valid to the extent that the liability or remedy (a) does not arise from death or personal injury; (b) may by law be excluded or limited; and (c) does not arise from fraud or dishonesty of the person relying on the exclusion or restriction.</p> <p>7.2 An individual case of Damage also exists in relation to a uniform damage arising from a number of breaches of duty. The individual case of Damage encompasses all consequences from a breach of duty without taking into account whether the Damage incurred in one year or in a</p>
--	---

	number of years. In this case multiple acts or omissions of acts based on a similar source of error or on a source of error of an equivalent nature are deemed to be a uniform breach of duty if the matters in question are legally or economically connected to one another. In this event the claim against us is limited to EUR 5 million.		to you for Damage for which they are or might otherwise be responsible or liable;
7.3	If legitimate claims falling within our limitation of liability are brought against us by you and/or one or more third parties who are entitled to invoke this Contract, the Maximum Liability Amount will be – in accordance with Section 428 BGB (German Civil Code) – available only once to all – including all future – claimants collectively. Hence, any payment by us to you has a discharging effect towards all claimants. In case the sum of all claims (including future claims) to which these liability provisions apply exceeds the Maximum Liability Amount, the allocation of this Maximum Liability Amount amongst all claimants (including you) is entirely a matter of discussion amongst all the claimants.		(b) whether or not any such other person is or could be made a party to the proceedings in which our liability in accordance with this clause 7.7 is to be determined (and, for the avoidance of any doubt, we shall have no responsibility whatsoever to take any steps to ensure that they are made a party thereto); and (c) the ability or otherwise of any such other person to satisfy in whole or in part any liability to you for any such Damage.
7.4	A compensatory damages claim may only be lodged within a preclusive deadline of one year of the rightful claimant having become aware of the Damage and of the event giving rise to the claim – at the very latest, however, within 3 years subsequent to the event giving rise to the claim. The claim expires if legal action is not taken within a six months deadline subsequent to the written refusal of acceptance of the indemnity and you were informed of this consequence. The right to assert the bar of the preclusive deadline remains unaffected.	7.8	We shall not be liable for any indirect, consequential damages or loss (including interest thereon, if any), or for any loss of profits, loss of data or loss of opportunity, suffered or incurred by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.
7.5	Should, as an exception in an individual case, any person other than you, our Client, have a right to invoke this Contract, the provisions of clauses 7.1. to 7.4 also apply to any such third party. Section 334 BGB (German Civil Code) shall apply.	7.9	The Services are not designed to and are not likely to reveal fraud or misrepresentation. Accordingly we cannot accept responsibility for detecting fraud (whether by management or by external parties) or misrepresentation.
7.6	You may not make a contractual claim or bring proceedings arising from the provision of the Services or otherwise based on this Contract against any Alvarez & Marsal Entity other than A&M, nor against any Personnel. You shall make any contractual claims or bring such proceedings only against us. The limitations in clauses 7.1 to 7.4 and this clause 7.6 are intended to benefit the other Alvarez & Marsal Entities and Personnel, who shall be entitled to enforce them.	7.10	We will not be liable to you to the extent that any Damage is due to the provision to us of false, misleading, inaccurate or incomplete information or documentation or due to the acts or omissions of any person other than us or any other Alvarez & Marsal Entities or Personnel for whom we are responsible under the terms of this Contract.
7.7	Our liability to you for compensatory damage will further be limited to such proportion thereof as is determined to be just and equitable having regard to the extent to which (a) A&M; (b) you, your agents, officers, and employees; and (c) any other person is or was responsible for the occurrence of any such Damage.	8.	Termination / alteration / survival
7.7.1	In assessing our proportionate share of responsibility for such loss, damage, costs and expenses in accordance with clause 7.7 above, it is agreed that no account is to be taken of: (a) any exclusion or restriction imposed or agreed between you and any other person in connection with their responsibility or liability	8.1	The Contract may be terminated by either of us giving to the other written notice which will have immediate effect. Where the Contract is terminated by either of us, you will pay A&M's reasonable fees and expenses, taking into account the circumstances of termination and time spent in providing the Services up to the date of termination. Where you terminate the Contract before its completion other than for material breach by us, you will pay any additional costs that we reasonably incur in connection with the early termination.
		8.2	Alterations to the Services may be requested by either of us and must be agreed between us in writing. Alterations will be subject to reasonable adjustments to the fees and timetable.
		8.3	The provisions of this Contract which expressly or by implication are intended to survive its termination or expiry will survive and continue to bind both of us.
		9.	Third Parties
		9.1	To the fullest extent permitted by law, the Client will reimburse A&M, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and hold each of us harmless in respect of any liabilities,

	losses, expenses and other costs (including legal fees) any of us may incur in connection with any third party claim (whether in contract, tort (including negligence) or otherwise and including any claim by any of your Affiliates that is not a party to this Contract) arising directly or indirectly out of or in connection with the Services or the Report.		obligations under this Contract to any partnership or legal entity authorised to take over all or part of our business. This Contract is binding on each party hereto and on each of its permitted successors, assigns and legal representatives.
9.2.1	The provisions of clauses 7.6 and 9.1 are expressly for the benefit of, respectively, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and clause 11.9 is expressly for the benefit of other Alvarez & Marsal Entities. You agree that, subject to clause 9.2.2, each of those persons has the right to rely on these provisions as if it were a party to this Contract. Each of the Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel which agrees to assist in the provision of the Services does so in reliance on the protections afforded to it by this clause 9, the benefit of which we formally accept on his, her or its behalf.	11.4	Neither of the parties will be liable to the other for any failure to fulfil obligations caused by circumstances outside our reasonable control.
9.2.2	Any rights conferred on third parties by this Contract are subject to the right of you and A&M, by agreement, to rescind or vary any term of this Contract without the consent of any third party.	11.5	In the event of any conflict between the Engagement Letter and these Standard Terms of Business or any other document which forms part of the Contract, the Standard Terms of Business will take precedence, except to the extent amended in the Engagement Letter by specific reference to the relevant clause of these Standard Terms of Business. In the event and only to the extent of any conflict between the Engagement Letter and any other document which forms part of the Contract, other than the Standard Terms of Business, the Engagement Letter will take precedence.
10.	Legal Agreements	11.6	Unless stated expressly to the contrary in the Contract, no person who is not a party to the Contract will have the right to enforce any of the terms or provisions of the Contract.
10.1	Our Services may be conducted alongside your legal advisers, acting separately for you. Where specifically requested by you and agreed by us, we will read and make comments and suggestions on specific clauses of an accounting and/or taxation nature in draft agreements prepared or being reviewed by your legal advisers but we are not qualified to provide legal advice. In particular, given its legal nature, any agreement is likely to reflect matters beyond our competence and, as a result, any comments and suggestions that we provide should not be relied upon as being suitable for incorporation into any agreement without further consideration by your legal advisors.	11.7	This Contract forms the entire agreement between you and A&M relating to the Services and supersedes all prior agreements, understandings and representations with respect to the Services, including any confidentiality agreements between us. You represent that in agreeing to enter this Contract you have not relied on any other statement or representation made by A&M.
10.2	If you are considering imposing or accepting a contractual term which would commit you to providing or obtaining any report from A&M (for example, in connection with completion accounts or compliance with loan covenants), you agree to consult with A&M first so that we can advise on the scope and wording of any such report and the terms on which we would undertake such work.	11.8	Neither we nor any other Alvarez & Marsal Entity will be prevented or restricted by virtue of our relationship with you under this Contract from providing services to other clients, including clients who may be in competition with you or whose interests may be in conflict with your own, subject to our professional obligations. You understand and agree that the deployment of our industry experts or other specialists is not exclusive and, as a result, we may deploy such Personnel at any time for the benefit of other clients, which may include others in your sector.
11.	Miscellaneous	11.9.1	The Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) for a period of two years subsequent to the date upon which the relevant Engagement Personnel ceases to be involved in or connected with the provision of Services pursuant to or as a consequence of this Contract (the " Relevant Period "), that neither it nor its Affiliates will solicit, entice, induce or encourage any Engagement Personnel to leave or seek to leave his or her position with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities for the purposes of being employed or engaged in any capacity by the Client (or any of its Affiliates) and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For these purposes " Engagement Personnel " means Personnel who are senior members of the engagement
11.1	We will provide the Services as an independent contractor and not as your employee, agent, or partner. Neither of us have the right or power to bind the other.		
11.2	You confirm that you have all requisite power and authority to enter into the Contract.		
11.3	Neither of the parties may transfer, charge or otherwise seek to deal with our rights or obligations under this Contract without the prior written consent of the other party, except that we may each transfer our respective rights and		

- team providing the Services (to include Managing Directors, Senior Directors and Directors) and any other senior Personnel who may assist in respect of or be connected with the Services from time to time.
- 11.9.2 As a separate obligation the Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) during the Relevant Period, that neither it nor its Affiliates will directly or indirectly employ, engage or retain any Engagement Personnel (or seek to do any such things) in any capacity, and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For the avoidance of doubt and without limiting the ambit of this clause in any way, it will be a breach of this clause if the Client contracts with a third party, for the provision of the services of the Engagement Personnel or where the services contracted for will in practice be provided wholly or mainly by the Engagement Personnel. Furthermore and for the avoidance of doubt actions contrary to this clause 11.9.2 will remain a breach of this clause regardless of whether or not the Engagement Personnel has ceased to be employed by A&M or any Alvarez & Marsal Entity for any reason at the time the employment engagement or retention is offered to the Engagement Personnel.
- 11.9.3 Without prejudice to the foregoing if, during the Relevant Period, the Client (or any of its Affiliates) extends offers of employment to any Engagement Personnel and should such an offer be accepted, the Client will pay to A&M the following agreed upon amount which is the estimated cost (based on billable hours) to A&M of the loss and replacement of such Engagement Personnel: a fee based upon such Engagement Personnel's hourly rates multiplied by an assumed billing (over a one year period) of 4,000 hours for a Managing Director, 3,000 hours for a Senior Director and 2,000 hours for any other A&M employee. This fee would be payable at the time of the individual's acceptance of employment.
- 11.9.4 Each part of this clause 11.9 constitutes an entirely separate and independent obligation and does not operate to limit any other obligation owed by you, whether that obligation is express or implied by law. If any restriction is held to be invalid or unenforceable by a court of competent jurisdiction, it is intended and understood by the parties that such invalidity or unenforceability will not affect the remaining restrictions.
- 11.10 If any term or terms of the Contract shall be held to be invalid, illegal or unenforceable, such term or terms shall be deemed not to form part of the Contract without prejudice to the enforceability of the remaining terms of the Contract, provided always that if any such deletion substantially affects or alters the commercial basis of the Contract, the parties to the Contract will negotiate in good faith to amend and modify them as may be necessary or desirable in the circumstances.
- 12. Governing Law and Jurisdiction**
- 12.1 This Agreement, and any non-contractual obligations arising out of this Agreement or the Services, shall be governed by, and construed in accordance with, the laws of Germany.
- 12.2 Any controversy or claim arising out of or relating to this Agreement, including any question regarding its existence, shall be finally settled in accordance with the Arbitration Rules of the German Institution of Arbitration e.V. (DIS) without recourse to the ordinary courts of law.
- 12.3 The place of the arbitration shall be Munich. There shall be one arbitrator. The language of the arbitration shall be German.
- 12.4 Notwithstanding the foregoing, the parties shall be entitled to obtain interim relief from a competent court. Such relief may be overturned, upheld or amended by the arbitrator at the request of one of the parties.