



**EBNER
STOLZ**



Indikative Unternehmensbewertung der SGT Capital Pte. Ltd. und der German Startups Group GmbH & Co. KGaA

15. Juli 2020

Inhaltsverzeichnis

A Auftrag und Auftragsdurchführung	6	D Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte	43
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	6	1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2 Bereitgestellte Unterlagen	9	2 Bewertungsprämissen	48
3 Hintergrund und Bewertungsobjekt	12	3 Kapitalkosten	60
B Grundsätzliches zum Unternehmenswert	15	4 Ertragswertableitung	64
1 Bewertungsgrundsätze	15	5 Börsen-Multiplikatoren	66
2 Methodische Grundsätze	19	6 Wertbandbreite Unternehmenswert	69
C Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG	22	E Ableitung Austauschverhältnis	71
1 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22	F Zusammenfassung	73
2 Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25	G Anhang	75
3 Verwaltungskosten	32	1 Allgemeine Auftragsbedingungen	75
4 NAV-Bewertung	37	2 Szenarioanalyse	77
5 Börsenkurs	39	3 Peer Group	84
6 Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41		

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.

Abkürzungsverzeichnis

AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften	FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaftslehre des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V
Abs.	Absatz	ff.	folgend
abzgl.	abzüglich	FTE	Vollzeitäquivalente
AG	Aktiengesellschaft	gem.	gemäß
AktG	Aktiengesetz	ggf.	gegebenenfalls
aplM.	außerplanmäßig	ggü.	gegenüber
Art.	Artikel	GJ	Geschäftsjahr, vom 1.1. bis 31.12.
AuM	Assets under Management	GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Az.	Aktenzeichen	GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
BGH	Bundesgerichtshof	i.d.F.	in der Fassung
BVerfG	Bundesverfassungsgericht	i.H.v.	in Höhe von
bzw.	beziehungsweise	i.V.m.	in Verbindung mit
ca.	circa	IDW S 1	Institut der Wirtschaftsprüfer Standard 1
CAGR	durchschnittliche jährliche Wachstumsrate	IFRS	International Financial Reporting Standard
Capex	Capital expenditures	Inc.	incorporated
CEO	Chief Executive Officer	inkl.	inklusive
CIO	Chief Investment Officer	IWF	Internationaler Währungsfonds
COO	Chief Operating Officer	KPI	Key Performance Indikator
Co. KGaA	Compagnie Kommanditgesellschaft auf Aktien	L.P.	Limited Partnership
COM	Computer on module	LG	Landgericht
DCF	Discounted Cashflow	LLC	Limited Liability Company
e.V.	eingetragener Verein	LuL	Lieferungen und Leistungen
EBIT	Jahresergebnis vor Zinsergebnis und Ertragsteuern	MEUR	Millionen Euro
EBITDA	Jahresergebnis vor Zinsergebnis, Ertragsteuern und Abschreibungen	Mio.	Millionen
EBT	Jahresergebnis vor Ertragsteuern	Mrd.	Milliarden
etc.	et cetera	MUSD	Millionen US Dollar
EUR	Euro	N.V.	niederländische Aktiengesellschaft
Eurostat	Statistisches Amt der Europäischen Union	NAV	Net Asset Value
.		o.ä.	oder ähnliches
		OEM	Erstausrüster (Original Equipment Manufacturer)

Abkürzungsverzeichnis

OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
PE	Private Equity
PLC	Public Limited Company
Pte Ltd.	Private Limited Company
rd.	rund
S.	Seite
SaaS	Software as a Service
SARS-CoV-2	neuartiges Coronavirus
SCA	Kommanditgesellschaft auf Aktien (französisch)
SE	Europäische Aktiengesellschaft
SGD	Singapur-Dollar
sog.	sogenannt
SPX	S&P 500 Index
Stk.	Stück
s.u.	siehe unten
TEUR	Tausend Euro
TUSD	Tausend US Dollar
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
USD	US Dollar
u.v.m.	und vieles mehr
vgl.	vergleiche
WPg	Zeitschrift des IDW
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

Unternehmensverzeichnis

AuctionTech Ebner Stolz	AutionTech GmbH, Berlin Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, Köln
Exozet Fiagon	Exozet Berlin GmbH, Berlin Fiagon AG, Henningsdorf
GSG GSAM GSGM	German Startups Group GmbH & Co. KGaA, Berlin German Startups Asset Management GmbH, Berlin German Startups Group Management GmbH, Frankfurt am Main
GSGVC Mazars	German Startups Group VC GmbH, Berlin Mazars GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, Berlin
Preqin Remerge	Preqin Ltd., London/Großbritannien Remerge GmbH, Berlin
SGT Pte SGT Capital LLC SGT BetBeratung	SGT Capital Pte. Ltd., Singapur/Republik Singapur SGT Capital LLC, Kaimaninseln/Großbritannien SGT Beteiligungsberatung GmbH, Frankfurt am Main

A

Auftrag und Auftragsdurchführung

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	6
2	Bereitgestellte Unterlagen	9
3	Hintergrund und Bewertungsobjekt	12

Auftrag und Auftragsdurchführung (1/2)

Bereich	Beschreibung
Auftragserteilung	<ul style="list-style-type: none"> › Mit Schreiben vom 25. Februar 2020 beauftragte uns die Geschäftsführung der German Startups Group GmbH & Co. KGaA, Berlin (im Folgenden kurz „GSG“ oder auch „Auftraggeber“), mit der Erstellung einer objektivierte indikativen Unternehmensbewertung für die GSG sowie die SGT Capital Pte. Ltd., Singapur (im Folgenden kurz: „SGT Pte“), zwecks Ermittlung eines angemessenen Austauschverhältnisses in Anlehnung an die methodischen Grundsätze des IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) (im Folgenden kurz „IDW S 1“) des Instituts für Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW“). › Als Bewertungsstichtag haben wir auftragsgemäß den Tag der voraussichtlichen ordentlichen Hauptversammlung der GSG am 7. August 2020 berücksichtigt. › Eine Vollständigkeitserklärung haben wir sowohl von der Geschäftsführung der GSG als auch von den Zeichnungsberechtigten der SGT Pte mit Datum vom 15. Juli 2020 erhalten und diese zu unseren Unterlagen genommen. › Maßgeblich für die Durchführung des Auftrags und für unsere Verantwortlichkeit sind die als Anlage 1 beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ (nachfolgend als „AAB“ bezeichnet) in der Fassung vom 1. Januar 2017. › Die GSG ist berechtigt, unsere Berichtspräsentation im Rahmen der Einladung zur Hauptversammlung der GSG zu veröffentlichen. Sie ist ferner berechtigt, das zugrundeliegende, vereinbarte Auftragsschreiben sowie die Berichtspräsentation zur Einsicht der Aktionäre in der beschlussfassenden Hauptversammlung der GSG auszulegen, und die Berichtspräsentation, die Vollständigkeitserklärung sowie das Auftragschreiben im Rahmen sich möglicherweise anschließender Gerichtsverfahren zu verwenden. › In Erweiterung des Auftrags vom 25. Februar 2020 hat uns die Geschäftsführung der GSG mündlich beauftragt, eine Kurzberichterstattung über das Ergebnis der indikativen Unternehmensbewertung zu erstellen. Diese Kurzberichterstattung soll zur Einladung für die ordentliche Hauptversammlung der GSG am 7. August 2020 veröffentlicht werden.
Bewertungsanlass/Auftragsumfang	<ul style="list-style-type: none"> › Die Erstellung einer Unternehmensbewertung für die GSG sowie die SGT Pte erfolgt vor dem Hintergrund der geplanten Sacheinlage der SGT Pte nach §§ 182 ff. AktG i.V.m. § 278 Abs. 3 AktG in die GSG. › Zur Ermittlung eines angemessenen Wertverhältnisses soll eine objektivierte indikative Bewertung der beiden Gesellschaften erfolgen, aus der ein angemessenes Austauschverhältnis für die Ausgabe neuer Aktien abgeleitet werden soll. Diese objektivierte indikative Bewertung soll gem. § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG i.V.m. § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG, § 278 Abs. 2 AktG darlegen, dass der Ausgabebetrag der neuen Aktien nicht unangemessen niedrig ist bzw. ein angemessenes Austauschverhältnis ableitet. › Unser Leistungsgegenstand umfasst die Ermittlung eines objektivierte indikativen Unternehmenswertes für die GSG sowie die SGT Pte zwecks Ermittlung eines angemessenen Austauschverhältnisses im Wege der Sacheinlage der SGT Pte in die GSG. Diese beinhaltet insbesondere die Plausibilisierung der Unternehmensplanung der SGT Pte sowie der angesetzten Beteiligungswerte der GSG, die Ermittlung von Kapitalkostensätzen für beide Gesellschaften und die Ableitung von Tradingmultiplikatoren für die SGT Pte. Die Ermittlung der objektivierte indikativen Unternehmenswerte erfolgt auf Basis von kapitalwertorientierten Verfahren (SGT Pte) bzw. nach dem Net-Asset-Value-Verfahren (GSG). › Die objektivierte indikativen Unternehmensbewertungen wurden in Anlehnung an die methodischen Grundsätze des IDW S 1 erstellt.

Auftrag und Auftragsdurchführung (2/2)

Bereich	Beschreibung
Auftrags- durchführung	<ul style="list-style-type: none">› In methodischer Hinsicht orientiert sich die Unternehmensbewertung an den „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des IDW gemäß der aktuellen Fassung des IDW Standard (IDW S 1). In der Funktion als neutraler Gutachter ermitteln wir den objektivierten Unternehmenswert. Der objektivierte Unternehmenswert ist der Wert, der sich bei Anwendung einer nachvollziehbaren Methodik und unabhängig von den individuellen Wertvorstellungen der betroffenen Parteien ergibt (IDW S 1, Tz. 12).› Abweichend von den nach IDW S 1 als gängig betrachteten Verfahren des Ertragswertes und der Discounted Cash Flows (vgl. IDW S 1, Tz. 3) wurde bei der Bewertung der GSG auf den NAV zurückgegriffen. Aufgrund der Eigenschaft einer vermögensverwaltenden Gesellschaft ist jedoch im Sinne der Forderung des IDW S 1 einer für jeden Bewertungsfall individuell fachgerechten Problemlösung die Verwendung des NAV-Verfahrens sachgerecht. Literatur und Rechtsprechung stimmen in dieser Auffassung überein, wie wir in Abschnitt B.2 zum methodischen Vorgehen der Bewertung detailliert ausführen.› Unsere Analyse und Kommentierung der Unternehmensplanungen haben wir in Anlehnung an IDW Praxishinweises 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ vorgenommen. Auftragsgemäß haben wir keine Markt- und Wettbewerbsanalyse und keine materielle, externe Planungsplausibilisierung vorgenommen.› Art und Umfang unserer Arbeiten haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Unserer Bewertungstätigkeit liegt der Kenntnisstand vom 15. Juli 2020 zugrunde.

A

Auftrag und Auftragsdurchführung

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	6
2	Bereitgestellte Unterlagen	9
3	Hintergrund und Bewertungsobjekt	12

Bereitgestellte Unterlagen (1/2) – GSG

Bereich	Beschreibung
<p>Zugrunde- liegende Informationen</p>	<ul style="list-style-type: none"> › Die Unternehmensbewertung der GSG basiert auf den durch die GSG zur Verfügung gestellten Informationen und Auskünften. Unsere Arbeiten haben wir, mit Unterbrechungen, in dem Zeitraum vom 25. Februar bis zum 15. Juli 2020 durchgeführt. Folgende wesentliche Unterlagen wurden uns im Rahmen der Bewertung dabei zur Verfügung gestellt: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Historische Finanzaufstellungen <ul style="list-style-type: none"> – Testierter Konzernabschluss nach IFRS zum 31. Dezember 2019 mit Bestätigungsvermerk vom 2. Juni 2020 – Testierter Einzelabschluss nach HGB zum 31. Dezember 2019 mit Bestätigungsvermerk vom 22. Mai 2020 – Testierter Konzernabschluss nach IFRS zum 31. Dezember 2018 mit Bestätigungsvermerk vom 21. Mai 2019 ▪ Weitere relevante Unterlagen <ul style="list-style-type: none"> – Handelsregisterauszug der GSG vom 11. Dezember 2019 – Geschäftsführungs- und Haftungsübernahmevertrag zwischen der GSG und der GSGM vom 26. Mai 2017 – Beteiligungsliste per 31. Dezember 2019 zum Stand des testierten Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2019 – Valuation Notes zu den wesentlichen Beteiligungen – in einzelnen Fällen zusätzliche Bewertungsmodelle auf DCF- oder Multiple-Basis – unterzeichnetes Term Sheet vom 27. Februar 2020 zwischen der GSG und der SGT Pte betreffend die Transaktion – Entwurf des Presubscription Agreements zwischen der GSG und der SGT Pte vom 24. Juni 2020 › Kapitalmarktdaten: Zur Ableitung der Kapitalkostenparameter haben wir auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. zurückgegriffen. › Weitere Informationen haben wir im Rahmen der regelmäßigen Kommunikation mit dem Management der GSG, Herrn Christoph Gerlinger und Herrn Marcel Doeppes, erhalten. Wir haben diese in unseren Unterlagen festgehalten.
<p>Planungs- rechnung</p>	<ul style="list-style-type: none"> › Im Zuge unserer Bewertung wurde für die GSG keine Planungsrechnung vorgelegt. Auskunftsgemäß verfügt die GSG nicht über eine Planungsrechnung, da eine solche bei einer als nicht-operativ tätigen Gesellschaft nur beschränkt aussagekräftig ist. › Aufgrund des Geschäftsmodells der GSG (Holding ohne eigenes operatives Geschäft) und der angewendeten Bewertungsmethode des NAV, ist die Planung der GSG zur Wertermittlung nicht relevant. Vielmehr sind die Einzelplanungen der durch die GSG gehaltenen Beteiligungen zur Wertableitung im NAV-Verfahren maßgeblich. › Aufgrund überwiegend niedriger Beteiligungsquoten liegen der GSG nicht für alle Beteiligungen Planungsrechnungen vor. Auch der Zugang zu Informationen über die bestehenden Finanzaufstellungen der Beteiligungen (u.a. auch aktuelle Jahresabschlüsse) ist für die GSG aufgrund der niedrigen Beteiligungsquoten nur eingeschränkt. Es konnten daher nicht für alle Beteiligungsunternehmen vollständige Finanzinformationen von denselben vorgelegt werden. › Sofern für die GSG Zugriff auf Planungsrechnungen der einzelnen Beteiligungsgesellschaften besteht, wurden uns diese zur Plausibilisierung der Beteiligungsansätze zur Verfügung gestellt. Eine materielle, externe Plausibilisierung gem. Praxishinweis 2/2017 dieser Planungsrechnungen hat auftragsgemäß nicht stattgefunden.

Bereitgestellte Unterlagen (2/2) – SGT Pte

Bereich	Beschreibung
<p>Zugrundeliegende Informationen</p>	<ul style="list-style-type: none"> › Die Unternehmensbewertung basiert für die SGT Pte auf den durch die SGT Capital LLC, die SGT Pte sowie der GSG zur Verfügung gestellten Informationen und Auskünften. Folgende wesentliche Unterlagen wurden uns im Rahmen der Bewertung zur Verfügung gestellt: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Historische Finanzaufstellungen <ul style="list-style-type: none"> – Informationen zu historischen Aufwendungen von Private Equity-Unternehmen, die in ihrer Organisations- und Kostenstruktur vergleichbar sind – Unternehmenspräsentation der SGT Capital LLC und Informationen zum Track Record des Vorgänger-Private Equity Unternehmens ▪ Planungsrechnung <ul style="list-style-type: none"> – Unternehmensplanung/Business Plan zur Ertragslage der SGT Pte (Stand: 13. Mai 2020) – eine Bilanzplanung der SGT Pte lag uns nicht vor und wurde durch die SGT Pte wegen ihrer reinen Dienstleistertätigkeit nicht erstellt ▪ Weitere relevante Unterlagen <ul style="list-style-type: none"> – Gründungsurkunde der SGT Pte vom 29. April 2020 – Lizenz der Monetary Authority of Singapur vom 2. Juni 2020 zur Vermögensverwaltung in Singapur (vorbehaltlich formaler Auflagen) – unterzeichnetes Limited Partner Agreement vom 8. Juni 2020 – unterzeichnetes Term Sheet vom 27. Februar 2020 zwischen der GSG und der SGT Pte betreffend die Transaktion – Memorandum of Understanding über Kooperation und gemeinsame Investitionen zwischen einem führenden asiatischen Finanzdienstleister und der SGT Capital LLC sowie Bestätigung zugesagtes Kapital in Höhe von MUS\$ 411 durch den Kooperationspartner durch das Management der SGT Pte in Email-Form und offizielle Präsentation des Kooperationspartners über bereits bestehende Kapitalzusagen von USD 411 Mio. – Investment Management Agreement zwischen der SGT Pte, der SGT Capital Fund II LP und der SGT Capital GP Limited vom 10. Juni 2020 – Gesellschaftsvertrag der SGT Capital Fund II LP vom 8. Juni 2020 – Anstellungsverträge des Managements mit der SGT Capital LLC, der SGT Beteiligungsberatung GmbH und der SGT Pte – Advisory Service Agreements zwischen der SGT Pte und der SGT Beteiligungsberatung GmbH vom 15. Juni 2020 und zwischen der SGT Pte und der SGT LLC › Kapitalmarktdaten <ul style="list-style-type: none"> ▪ Zur Ableitung der Kapitalkostenparameter sowie der Multiplikatoren haben wir auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. zurückgegriffen › Weitere Informationen haben wir auch für die SGT Pte im Rahmen der regelmäßigen Kommunikation mit dem Management der GSG, Herrn Christoph Gerlinger und Herrn Marcel Doeppes, erhalten. Wir haben diese in unseren Unterlagen festgehalten.
<p>Planungsrechnung</p>	<ul style="list-style-type: none"> › Die uns vorliegende aktuelle Planungsrechnung der SGT Pte vom 13. Mai 2020 umfasst einen Planungszeitraum für die Geschäftsjahre 2020 bis 2024. › In einem gemeinsamen Gespräch mit dem Management der GSG sowie den Planungsverantwortlichen der SGT Pte, Herrn Dr. Marcel Normann (Executive Director) und Herrn Jens Dino Steinborn (Executive Director), haben wir uns am 10. Juni 2020 die Planungsannahmen durch das Management erläutern lassen.

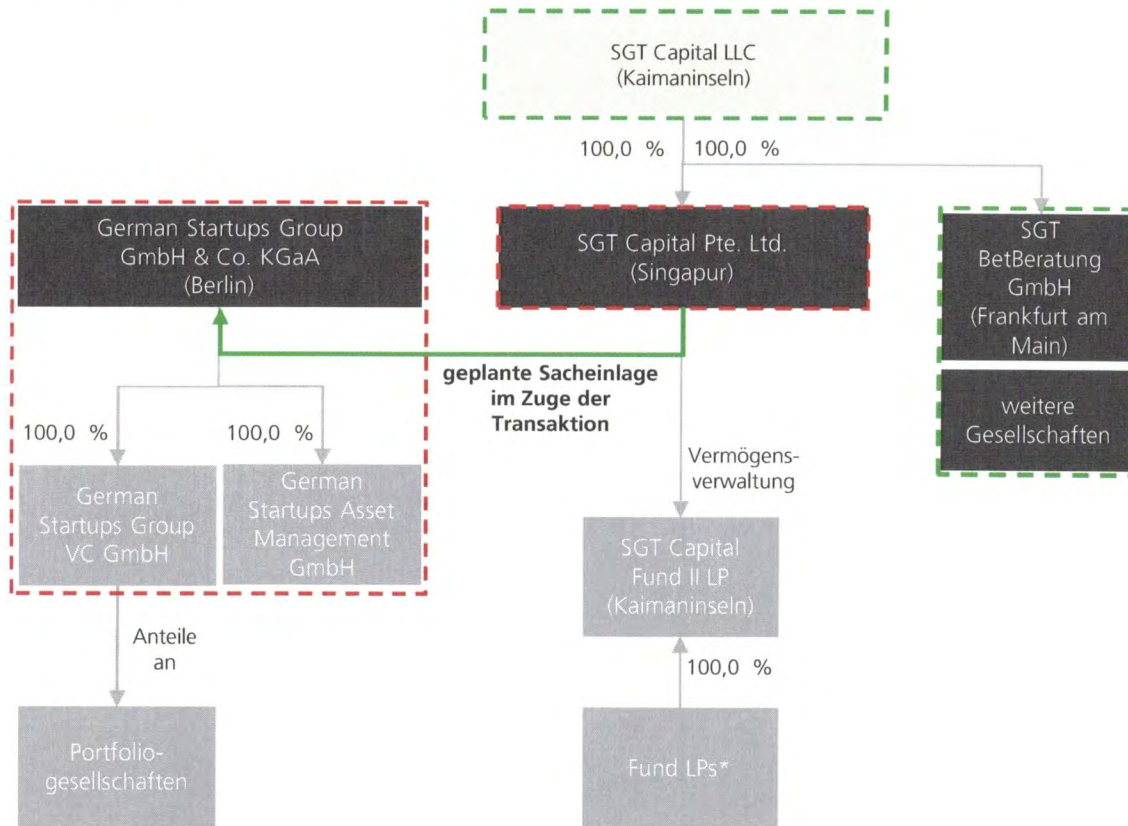
A

Auftrag und Auftragsdurchführung

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	6
2	Bereitgestellte Unterlagen	9
3	Hintergrund und Bewertungsobjekt	12

Bewertungsobjekt – Legal Chart

Bewertungsobjekt



 Bewertungsobjekte

 Dienstleistungsgesellschaften

Quelle: Management-Informationen; Darstellung Ebner Stolz

*LP = Limited Partner

Erläuterung

- › Die nebenstehende Darstellung zeigt die geplante Struktur der Transaktion zwischen der GSG und der SGT Pte.
- › Mit Kauf- und Abtretungsvertrag vom 8. Juni 2020 hat die GSG ihre Beteiligungen an 16 Portfoliogesellschaften zum Buchwert an die German Startups Group VC GmbH („GSGVC“; vormals German Startups Market GmbH), einer 100 %igen Tochtergesellschaft der GSG, verkauft und übertragen.
- › Bewertungsobjekt auf Seiten der GSG ist der GSG-Konzern inkl. der Tochtergesellschaften GSGVC sowie der GSAM GmbH.
- › Im Wege einer Sacheinlage soll die in Singapur domizilierte SGT Pte in die GSG eingebracht werden.
- › Zur Ermittlung eines angemessenen Austauschverhältnisses zwischen den beiden Gesellschaften sollen für die GSG sowie die SGT Pte indikativ objektivierte indikative Unternehmenswerte ermittelt werden.
- › Bei der SGT Pte handelt es sich um einen Dienstleister, welcher als Asset Manager das Kapital des SGT Capital Fund II LP und zukünftig ggf. weiterer Fonds verwalten soll. Zu den Dienstleistungen gehören u.a. das Fund Raising, das Sourcing, die Transaktionsstrukturierung, das Beteiligungsmanagement sowie die Veräußerung von Beteiligungen.
- › Die SGT Pte beschäftigt nur in geringem Umfang eigene Mitarbeiter und bezieht Personalleistungen von den lokalen Dienstleistungsgesellschaften der SGT Pte Capital LLC, welche den Personalaufwand mit einer geringfügigen Dienstleistungsmarge an die SGT Pte weiterbelasten. Für Deutschland ist dies die SGT Beteiligungsberatung GmbH, die Dienstleistungsgesellschaften in Singapur und den USA befinden sich zum Zeitpunkt der Berichterstattung noch in Vorbereitung. Die lokalen Dienstleistungsgesellschaften schließen neben den Arbeitsverträgen auch alle weiteren notwendigen Verträge zum Betrieb der SGT Pte ab.

Systematik der Kapitalerhöhung

Bereich	Beschreibung																																		
Kapitalerhöhung	<ul style="list-style-type: none"> Die Bedingungen der Kapitalerhöhung werden in dem abzuschließenden Presubscription Agreement zwischen der GSG und der SGT Pte geregelt. Im Zuge der Sacheinlage der SGT Pte in die GSG sollen 50.000.000 neue Aktien mit einem rechnerischen Nennwert von EUR 1,00 je Aktie ausgegeben werden (sog. „GSG CI Shares“). Zusätzlich soll die SGT Pte eine Wandelanleihe erhalten. Diese enthält zum einen ein bedingungsloses Zwangsumwandlungsrecht auf 1.000.000 neue Aktien der GSG; der Wandlungs- oder Ausgabepreis entspricht dabei EUR 2,50 je Aktie, so dass hierfür ein rechnerischer Wert von EUR 2.500.000,00 entsteht (sog. „GSG CB fixed Shares“). Darüber hinaus enthält die Wandelanleihe weitere Wandlungsrechte, die jedoch im Sinne einer Besserungsscheinsystematik bedingt sind. Dieser Besserungsschein ist an das Einwerben von zusätzlichem Investmentkapital oder Assets under Management (AuM) in den SGT Capital Fund II oder andere Private Equity Investment Vehikel mit vergleichbaren Management-Fees gebunden und führt bei einer Zielerreichung zu Entstehung weiterer Aktien aus Wandlung der Wandelanleihe (sog. „GSG CB earn-out Shares“). Der endgültig zu wandelnde Betrag wird hierbei direkt proportional zu dem zusätzlich neu gewonnenen AuM gemäß der folgenden Übersicht berechnet. 																																		
	<p>Übersicht Kapitalerhöhung und Wandelanleihe</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Eingeworbene AuM durch SGT USD</th> <th>Grundkapital GSG vor Transakt. EUR</th> <th>vorläufige Bewertung SGT EUR</th> <th>Neu auszugebende Aktien Stk.</th> <th>Aktien aus Wandlung Anleihe Stk.</th> <th>Gesamtanzahl neue Aktien Stk.</th> <th>Grundkapital GSG nach Transakt. EUR</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1.000.000.000</td> <td>10.854.000</td> <td>127.500.000</td> <td>50.000.000</td> <td>1.000.000</td> <td>51.000.000</td> <td>61.854.000</td> </tr> <tr> <td>1.500.000.000</td> <td>10.854.000</td> <td>173.180.000</td> <td>50.000.000</td> <td>19.272.000</td> <td>69.272.000</td> <td>80.126.000</td> </tr> <tr> <td>2.500.000.000</td> <td>10.854.000</td> <td>291.020.000</td> <td>50.000.000</td> <td>66.408.000</td> <td>116.408.000</td> <td>127.262.000</td> </tr> <tr> <td>3.500.000.000</td> <td>10.854.000</td> <td>382.460.000</td> <td>50.000.000</td> <td>102.984.000</td> <td>152.984.000</td> <td>163.838.000</td> </tr> </tbody> </table> <p>Quelle: Term Sheet vom 27. Februar 2020</p> <ul style="list-style-type: none"> Für AuM zwischen USD 1,0 Mrd. und USD 3,5 Mrd. ergibt sich die Anzahl der neu auszugeben Aktien aus der Wandelanleihe wie folgt: Anzahl der Aktien = 1.000.000 + 38.336 je USD 1 Mio. zusätzliche AuM oberhalb von USD 1,0 Mrd. Die Ausübung der Wandelanleihe ist in zwei Tranchen vorgesehen. Die erste Tranche ist wandelbar vier Wochen nach Feststellung des Ergebnisses der angeworbenen Anlegergelder nach dem Ende der Fundraising Periode vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2021. Die zweite Tranche ist wandelbar vier Wochen nach Feststellung des Ergebnisses der angeworbenen Anlegergelder in der Fundraising Periode vom 1. Januar zum 31. Dezember 2022. Die Wandelanleihe ist unverzinslich. Der bis zum 31. Januar 2023 nicht in Aktien gewandelte Nominalbetrag der Anleihe verfällt, ist also weder wandelbar noch rückzahlbar. <p>(a) CI = Capital Increase; (b) CB = Convertible Bond</p>	Eingeworbene AuM durch SGT USD	Grundkapital GSG vor Transakt. EUR	vorläufige Bewertung SGT EUR	Neu auszugebende Aktien Stk.	Aktien aus Wandlung Anleihe Stk.	Gesamtanzahl neue Aktien Stk.	Grundkapital GSG nach Transakt. EUR	1.000.000.000	10.854.000	127.500.000	50.000.000	1.000.000	51.000.000	61.854.000	1.500.000.000	10.854.000	173.180.000	50.000.000	19.272.000	69.272.000	80.126.000	2.500.000.000	10.854.000	291.020.000	50.000.000	66.408.000	116.408.000	127.262.000	3.500.000.000	10.854.000	382.460.000	50.000.000	102.984.000	152.984.000
Eingeworbene AuM durch SGT USD	Grundkapital GSG vor Transakt. EUR	vorläufige Bewertung SGT EUR	Neu auszugebende Aktien Stk.	Aktien aus Wandlung Anleihe Stk.	Gesamtanzahl neue Aktien Stk.	Grundkapital GSG nach Transakt. EUR																													
1.000.000.000	10.854.000	127.500.000	50.000.000	1.000.000	51.000.000	61.854.000																													
1.500.000.000	10.854.000	173.180.000	50.000.000	19.272.000	69.272.000	80.126.000																													
2.500.000.000	10.854.000	291.020.000	50.000.000	66.408.000	116.408.000	127.262.000																													
3.500.000.000	10.854.000	382.460.000	50.000.000	102.984.000	152.984.000	163.838.000																													

B

Grundsätzliches zum Unternehmenswert

1	Bewertungsgrundsätze	15
2	Methodische Grundsätze	19

Grundsätzliches zum Unternehmenswert (1/3)

Funktionsabhängigkeit des Unternehmenswerts

- › Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüssen an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen).
- › Dieser Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger (neutraler) Vermögensteile.
- › Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.
- › In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es weder einen „objektiven, allgemeingültigen“ noch den „richtigen“ Unternehmenswert gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schiedspruchs- oder objektivierter Wert zu ermitteln ist, wird durch den Zweck bestimmt zu dem die Bewertung erfolgt und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.
- › In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmensbewertung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.
- › Im vorliegenden Fall wurden wir beauftragt, in der Funktion eines neutralen Gutachters einen objektivierten indikativen Unternehmenswert für die GSG und die SGT Pte zwecks Ableitung eines angemessenen Austauschverhältnisses im Wege der geplanten Sacheinlage zu ermitteln.

Bewertungsgrundsätze

- › Für die Unternehmensbewertung sind Bewertungsgrundsätze anzuwenden, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ (IDW S 1), gefunden haben.

Ertragswert

- › Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 (Tz. 7) kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach dem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten Überschüsse ermittelt.
- › Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass dieses Verfahren mit zahlreichen Unsicherheiten verbunden ist. Deshalb kann auch ein nach dem Ertragswertverfahren abgeleiteter Unternehmenswert nicht einen mathematisch exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag ermitteln (OLG München, 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06).
- › So stellt das Bundesverfassungsgericht in seinem Beschluss vom 24. Mai 2012 fest (BVerfG, 1 BvR 3221/10), dass es auf Grundlage der Ertragswertmethode nicht möglich sei, stichtagsbezogen einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens zu bestimmen. Jede in die Zukunft gerichtete Prognose, insbesondere die der Ertragswertmethode eigene Beurteilung künftiger Erträge, sei ihrer Natur nach mit Unsicherheiten behaftet.
- › Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren (IDW S 1, Tz. 29).
- › Gemäß IDW S 1 (Tz. 35) ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Im Rahmen der Fortführungsphase (sogenannte ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.
- › In dem so ermittelten Ertragswert findet nur das sogenannte betriebsnotwendige Vermögen seinen Niederschlag. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen, wie beispielsweise überschüssige Liquidität, kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva oder Pensionsverpflichtungen in Frage.

Grundsätzliches zum Unternehmenswert (2/3)

Liquidations- und Substanzwert

- › Nach den Grundsätzen der Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.
 - › Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (IDW S 1, Tz. 6; OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, I-26 W 7/07). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen. Auch eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.
 - › Wenn die Liquidation von einzelnen Vermögenswerten, Unternehmensteilen oder des gesamten Unternehmens einen über den Ertragswert hinausgehenden Veräußerungserlös erwarten lässt und die Möglichkeit der Liquidation tatsächlich besteht, ist gemäß IDW S 1 alternativ zum Ertragswert auch der Liquidationswert zu ermitteln; der höhere der beiden Werte soll den Unternehmenswert bestimmen (vgl. IDW S 1, Tz. 140). Nach der Rechtsprechung (vgl. LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 17. Januar 2006, Aktenzeichen: 3-5 O 74/03) kommt es auf den Liquidationswert allenfalls dann an, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und/oder die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (vgl. ebenso OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Februar 2004, DB 2004, S. 1032ff.).
 - › Der Liquidationswert ergibt sich als Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich aus der Veräußerung der Vermögenswerte abzgl. Schulden und Liquidationskosten ergeben. Hierbei werden die einzelnen Vermögenswerte oder in sich geschlossene Unternehmensteile getrennt voneinander veräußert und das Unternehmen somit zerschlagen. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Von dem so ermittelten Wert des Vermögens sind die Unternehmensschulden abzuziehen und es ergibt sich der Liquidationsrohgewinn. Im Rahmen der Liquidationswertermittlung können infolge der unterstellten Zerschlagung, Abwicklung und Veräußerung von Vermögenswerten Passivposten entstehen, wie beispielsweise Sozialplanverpflichtungen. Das Entstehen und der Wegfall solcher Bilanzposten ist bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse sind in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie mögliche Steuern auf einen Liquidationsgewinn zu kürzen.
- › Da es nach der Rechtsprechung keinen Automatismus gibt, wonach stets der Liquidationswert anzusetzen sei, wenn dieser über dem Ertragswert liege (vgl. BGH, Beschluss vom 17. Januar 1973, Aktenzeichen: IVZR 142/70), ist vielmehr auf den unternehmerischen Willen abzustellen, ob der Inhaber seinen Betrieb fortführen möchte. Nur wenn das Unternehmen tatsächlich liquidiert werden soll, ist zwingend der Liquidationswert anzusetzen (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 18. Januar 2009, Aktenzeichen: I-26 W 7/07; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. Juni 2009, Aktenzeichen: I-26 W 1/07).
 - › Im Falle der GSG wurde der Unternehmenswert auf Grundlage des NAV-Verfahrens ermittelt. Da im Gegensatz zum NAV im Falle des Liquidationswertverfahrens von den einzelnen Vermögenswerten ggf. Verwertungsabschlüsse sowie wertmindernde Abwicklungskosten zu berücksichtigen wären, läge der überschlägig zu ermittelnde Liquidationswert unterhalb des NAV und ist daher nicht zu berücksichtigen.

Grundsätzliches zum Unternehmenswert (3/3)

Börsenwert

- › Die Aktien der GSG werden am Bewertungsstichtag seit dem 1. März 2017 im Qualitätssegment Scale des Open Market (Freiverkehr) an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Scale ist ein privatrechtliches Börsensegment der Börse Frankfurt innerhalb des gesetzlich definierten Freiverkehrs.
- › Aufgrund der Börsennotierung der GSG ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts auch der Börsenwert zu analysieren. Jedoch ist in der Rechtsprechung die Frage noch nicht abschließend geklärt, inwieweit im Rahmen einer Sacheinlage dem Börsenkurs der Aktien der kapitalerhöhenden Aktiengesellschaft eine Wertuntergrenze beizumessen ist.
- › Da zwar die GSG, nicht aber die SGT Pte börsennotiert sind, könnte demnach das sog. Postulat der Methodengleichheit entgegengehalten werden, das dazu verpflichtet, an beide Bewertungsgegenstände dieselben Maßstäbe anzulegen. Selbst wenn man dieses Postulat anerkennt, spricht es jedoch nicht gegen die Berücksichtigung des Börsenkurses, da es sich dabei nicht um das letztlich entscheidende Bewertungskriterium handelt, sondern maßgeblich bleibt der tatsächliche Unternehmenswert (vgl. Koch, in Münchner Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage 2016, Rn. 27).
- › In seiner DAT/Altana Entscheidung vom 27. April 1999 (AG 1999, S. 566 ff.) hat das Bundesverfassungsgericht die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und der Eingliederung hervorgehoben. Eine Übertragung auf den Fall der Sacheinlage ist aktuell höchstrichterlich jedoch noch nicht entschieden. In wieweit eine Aushebelung der Relevanz des Börsenkurses über das Postulat der Methodengleichheit möglich ist, ist jedoch in der Literatur umstritten (vgl. Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S 540 ff.). Jedoch erscheint es angemessen, den Börsenkurs grundsätzlich als unteren Orientierungsmaßstab anzuerkennen (vgl. Koch, in Münchner Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage 2016, Rn. 27).
- › Im Falle des von uns ermittelten 3-Monats-Durchschnittskurs für den Zeitraum vom 14. April 2020 bis 10. Juli 2020 liegt dieser unter dem auf Basis des NAV-Verfahrens ermittelten anteiligen Unternehmenswert und ist daher bei der Ableitung eines angemessenen Anteilsverhältnisses auch als Wertuntergrenze nicht relevant.
- › Zur Relevanz der Betrachtung des Börsenwerts, der Bestimmung des relevanten Referenzzeitraums und die Entwicklung des Börsenkurses verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.5.

Bewertungsstichtag

- › Die Ableitung des Unternehmenswerts erfolgt stichtagsbezogen, wobei als Bewertungsstichtag auftragsgemäß der Tag der ordentlichen Hauptversammlung, der 7. August 2020, zu Grunde gelegt wurde.
- › Im Falle der GSG wurde für die Ableitung der Veraltungskosten als technischer Bewertungsstichtag der finanziellen Überschüsse der 30. Dezember 2019 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden, sofern notwendig, jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz in einem ersten Schritt auf den Bewertungsstichtag 30. Juni 2020 aufgezinst (LG München, 7. Mai 2014, 5 HK O 21386/12).
- › Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 4,22 % für die GSG und 182 Tagen zwischen technischem Stichtag (hier 31. Dezember 2019) und Bewertungsstichtag ergibt sich für den Zeitraum vom 31. Dezember 2019 bis zum 30. Juni 2020 folgender Aufzinsungsfaktor:
 - › Geometrische Aufzinsung: $1,021 = (1 + 4,22 \%)^{(182/365)}$
- › Im Falle der NAV-Bewertung der GSG wurden die Bilanzwerte des testierten Konzernabschlusses per 31. Dezember 2019 auf den 30. Juni 2020 fortentwickelt. Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 4,22 % für die GSG und 38 Tagen zwischen technischem Stichtag (hier 30. Juni 2020) und Bewertungsstichtag 7. August 2020 ergibt sich für den Zeitraum vom 30. Juni 2020 bis zum 7. August 2020 folgender Aufzinsungsfaktor:
 - › Geometrische Aufzinsung: $1,004 = (1 + 4,22 \%)^{(38/365)}$
- › Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 8,05 % für die SGT Pte und 220 Tagen zwischen technischem Stichtag (hier 31. Dezember 2019) und Bewertungsstichtag ergibt sich für den Zeitraum vom 31. Dezember 2019 bis zum 7. August 2020 folgender Aufzinsungsfaktor:
 - › Geometrische Aufzinsung: $1,05 = (1 + 8,05 \%)^{(220/365)}$

B

Grundsätzliches zum Unternehmenswert

1	Bewertungsgrundsätze	15
2	Methodische Grundsätze	19

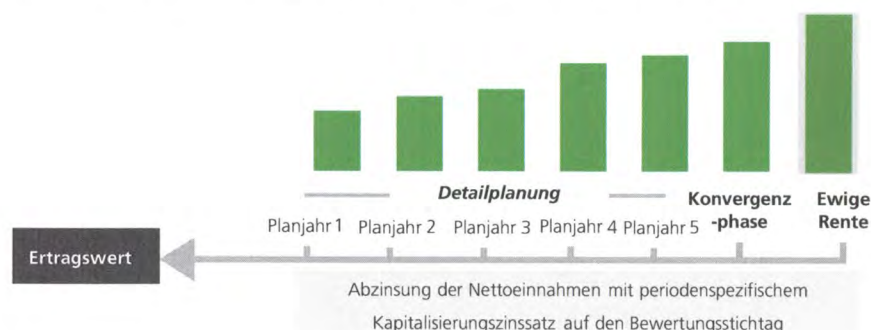
Methodische Vorgehensweise (1/2)

Bewertungskonzeptionen

- › Die Bewertung eines Unternehmens kann grundsätzlich anhand von kapitalwertorientierten und marktpreisorientierten Verfahren erfolgen.
- › Bei der Bewertung haben wir die methodischen Grundsätze des IDW Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ (IDW S 1) des IDW beachtet.

Kapitalwertorientierte Verfahren

- › Kapitalwertorientierte Verfahren (Discounted Cash Flow-Verfahren, Ertragswertverfahren) ermitteln den Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert. Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten finanziellen Überschüsse ermittelt. Die Anwendung solcher zahlungsstromorientierter Bewertungsverfahren entspricht der herrschenden Meinung in der Betriebswirtschaftslehre, im Berufstand der Wirtschaftsprüfer und in der Rechtsprechung.
- › Die prognostizierten finanziellen Überschüsse sind aus einer integrierten Vermögens-, Finanz- und Ertragsplanung abzuleiten. Bei der Ermittlung der Überschüsse ist ferner die Besteuerung auf Unternehmensebene zu berücksichtigen.
- › Die so ermittelten erwarteten finanziellen Überschüsse sind mit einem laufzeit- und risikoangepassten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Der Kapitalisierungszins ist aus der Alternativanlage abzuleiten. Nach den berufsständischen Bewertungsgrundsätzen und unserer Auffassung ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen. Dabei ist insbesondere eine Äquivalenz der Besteuerung von Bewertungsobjekt und Alternativanlage zu beachten.



Quelle: Ebner Stolz

15. Juli 2020

- › Bei Verwendung des Ertragswertverfahrens findet nur das sog. betriebsnotwendige Vermögen seinen Niederschlag im Unternehmenswert. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür u.a. bestimmte Finanzaktiva oder steuerliche Effekte in Frage. Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt.

Marktpreisorientierte Verfahren

- › Die marktpreisorientierten Bewertungsverfahren umfassen die sogenannte Multiplikatormethode. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.
- › Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sogenannte Trading Multiples) oder Transaktionen (sogenannte Transaction Multiples) abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Planungsplausibilisierung

- › Sowohl die kapitalwertorientierten als auch die marktpreisorientierten Bewertungsverfahren bauen auf der Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts auf. Wir haben die Plausibilität und die Vollständigkeit der Unternehmensplanung der SGT Pte mit dem Fokus auf die Umsatz- und Aufwandspositionen unter Berücksichtigung der vorhandenen historischen Ergebnisentwicklung plausibilisiert. Darüber hinaus haben wir die Planung hinsichtlich der zugrundeliegenden Annahmen und der uns zur Verfügung gestellten ergänzenden Informationen auf Konsistenz plausibilisiert. Den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ haben wir beachtet. Auftragsgemäß haben wir jedoch keine materielle externe Planungsplausibilisierung durchgeführt und somit keine Markt- und Wettbewerbsanalyse vorgenommen. Für die GSG wurde uns keine Planung vorgelegt und aussagegemäß auch durch das Management der GSG nicht erstellt. Unsere Plausibilisierung der Unternehmensplanung bezieht sich im Rahmen dieses Bewertungsberichtes daher ausschließlich auf die Unternehmensplanung der SGT Pte.

Methodische Vorgehensweise (2/2)

Net Asset Value

- › Neben einer Unternehmensbewertung auf Basis von kapitalwert- und marktpreisorientierten Verfahren kommt in begründeten Fällen auch die Ermittlung durch die Betrachtung des NAV in Frage.
- › Im IDW S 1 (Tz. 7) findet sich der Hinweis, dass sich als gängige Verfahren das Ertragswertverfahren und die Discounted Cash Flow-Verfahren herausgebildet haben (Tz. 3). Der IDW S 1 stellt jedoch auch fest, dass jeder Bewertungsfall seine eigene fachgerechte Problemlösung verlangt. Obwohl dem NAV im IDW S 1 nicht explizit eine Bedeutung beigemessen wird, kann seine Anwendung zur Unternehmensbewertung im Einzelfall sachgerecht sein.
- › Die Bewertung der einzelnen Vermögenspositionen beim NAV erfolgt in der Regel auch zukunftsorientiert, jedoch geschieht dies ausgehend von einer isolierten Betrachtung der Vermögenswerte und Schulden zu einem bestimmten Stichtag (vgl. Matzen (2005) in Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen, S. 34).
- › Damit stellt der NAV letztlich weniger auf das Zusammenwirken zweckgerichteter materieller und immaterieller Vermögenswerte ab, sondern vielmehr auf die eigenständige Weiterentwicklung und das Potenzial von einzelnen Vermögenspositionen.

Anwendbarkeit

- › Die Anwendbarkeit des NAV als Bewertungsmethodik ergibt sich insbesondere aus der Berücksichtigung eines besonderen Geschäftsmodells des zu bewertenden Unternehmens.
- › Neben der Bewertung von Immobiliengesellschaften kommt das NAV-Verfahren regelmäßig auch bei vermögensverwaltenden Gesellschaften als Bewertungsmethode in Frage.
- › Das OLG Frankfurt a.M. bestätigte in seinem Urteil vom 8. September 2016 (Az. 21 W 36/15) die Angemessenheit der Verwendung des NAV zur Unternehmenswertermittlung bei bestimmten Geschäftsmodellen (ähnlich OLG München, 12. Juli 2019, 31 Wx 213/17).
- › Weiter führt das OLG Frankfurt a.M. aus, dass im Gegensatz zu operativ tätigen Dienstleistungs- und Industrieunternehmen bei Immobiliengesellschaften der „Wert maßgeblich durch die Wertentwicklung der Liegenschaften bestimmt“ ist. Damit liegt der Fokus erkennbar auf den isolierten Vermögensgegenständen und der Wert der Gesellschaft wird vordergründig als Summe der einzelnen Verkehrswerte der Immobilien bzw. der jeweiligen Investmentanteile dargestellt.

- › Analog zu dieser Argumentation ist auch bei Unternehmen deren Gesellschaftszweck das Halten von Beteiligungen (sogenannte Holdings) ist, dass ihr Wert maßgeblich durch die Wertentwicklung der gehaltenen Beteiligungen bestimmt wird. Letztlich ergibt sich der Wert einer Holding aus der Ertragskraft der Beteiligungen bzw. aus den sonstigen Kapitalanlagen.
- › Vermögensverwaltende Gesellschaften zeichnen sich durch regelmäßig wiederkehrende Erträge (aus Zins- und Dividendenerträgen) aus. Hinzu kommen einmalige Erträge aus Veräußerungsgeschäften (vgl. Creutzmann (2017) in Bewertungspraktiker, S. 75). Auf Basis einmaliger Erwerbs-/Veräußerungsgeschäfte ist nicht problemlos eine Schätzung der künftigen Erträge möglich. Prognosen wären um solche Einmaleffekte zu bereinigen. Bei vermögensverwaltenden Gesellschaften besteht jedoch ein wesentlicher Anteil der Erträge in ihnen. Dieser Problematik kann nach Auffassung des OLG München mit dem NAV-Ansatz angemessen begegnet werden.

Methodik

- › Zur Ermittlung des NAV wird die Differenz der Marktwerte des Vermögens abzüglich der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft berechnet.
- › Bei Holding-Gesellschaften besteht der Marktwert des Vermögens aus der Summe der Marktwerte ihrer Beteiligungen. Diese werden von deren jeweiligen voraussichtlichen Erträgen bzw. Zahlungsströmen bestimmt.
- › Hinzuzurechnen sind diesen Marktwerten aus Beteiligungen weitere Vermögensgegenstände der Gesellschaft.
- › Neben Verbindlichkeiten der Gesellschaft sind für vermögensverwaltende Gesellschaften außerdem Verwaltungskosten zu berücksichtigen, die sich u.a. aus dem Beteiligungsmanagement ergeben. Deren Barwert ist bei der Betrachtung des NAV in Abzug zu bringen.
- › Zu den ungedeckten Verwaltungskosten gehören insbesondere Kosten aus dem Beteiligungsmanagement, die Gehälter des Vorstandes, die Bezüge des Aufsichtsrates, die Kosten der Buchhaltung und des Controllings, die Bilanzierungskosten sowie die Kosten für die Durchführung von Hauptversammlungen und Berichterstattung (LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO 178/12).
- › Da es sich bei den Verwaltungskosten um zeitraumbezogene Aufwendungen handelt, sind diese über die Dauer der Unternehmensfortführung anfallenden Aufwendungen in eine Stichtagsgröße umzurechnen (vgl. Creutzmann (2007) in Bewertungspraktiker, S. 78). Zum Konzept der kapitalisierten Verwaltungskosten verweisen wir auf Abschnitt C.3.

C

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22
2	Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25
3	Verwaltungskosten	32
4	NAV-Bewertung	37
5	Börsenkurs	39
6	Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41

Rechtliche Grundlagen – Darstellung der Unternehmens

Bereich	Beschreibung
Gesellschaft	<ul style="list-style-type: none"> › Das Bewertungsobjekt ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Kommanditgesellschaft auf Aktien und führt die Firma German Startups Group GmbH & Co. KGaA (im Folgenden „GSG“). Das Unternehmen hat seinen Unternehmenssitz in 12101 Berlin, Platz der Luftbrücke 4-6. › Die Gesellschaft wurde am 18. Mai 2011 gegründet. › Die GSG ist im Handelsregister HRB 160736 des Amtsgerichts Charlottenburg eingetragen. › Die Geschäftsführung und die Vertretung der GSG obliegen der Komplementärin, der GSGM, Frankfurt am Main. Der Geschäftsführer dieser Komplementärin ist Herr Christoph Gerlinger. › Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
Unternehmensgegenstand	<ul style="list-style-type: none"> › Die GSG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die sich direkt und indirekt über Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen, insbesondere an Startups beteiligt. › Der Unternehmensgegenstand der GSG ist die Gründung von Unternehmen und der Erwerb, das längerfristige Halten, Verwalten und Fördern von Beteiligungen an Unternehmen sowie das Erbringen von Leistungen im Zusammenhang mit dem Vorstehenden an Beteiligungsunternehmen wie die Unterstützung in Vertriebs-, Marketing-, Finanz- und allgemeinen Organisations- sowie Managementangelegenheiten.
Gezeichnetes Kapital	<ul style="list-style-type: none"> › Die GSG verfügt über ein gezeichnetes Kapital in Höhe von EUR 11.984.400. Hiervon entfallen EUR 1.130.400 auf von der GSG gehaltene eigene Aktien. › Die Anzahl der ausstehenden Aktien (ohne selbst durch die Gesellschaft gehaltene) beträgt 10.854.000 Stück.
Gesellschafter	<ul style="list-style-type: none"> › Persönlich haftende Gesellschafterin ist die GSGM, Frankfurt am Main.

Wirtschaftliche Grundlagen

Bereich	Beschreibung			
Beschreibung der relevanten Tätigkeiten	<ul style="list-style-type: none"> › Seit Aufnahme der operativen Tätigkeit im April 2012 hat die GSG ein diversifiziertes Portfolio von Anteilen an jungen Unternehmen aufgebaut. Die Gesellschaft unterstützt junge Wachstumsunternehmen u.a. bei Gründung, Entwicklung und Finanzierung durch Zurverfügungstellung von Geschäftsführungskompetenz und Risikokapital. › Zudem unterstützt die GSG bei der Finanzakquisition, beim Ausstieg bestehender Investoren und bei einem etwaigen späteren Börsengang. › Ferner ist die Ausgabe von Genussscheinen, Zertifikaten und anderen Papieren, die den Inhaber zur Teilhabe an der Wertsteigerung von einzelnen Portfoliounternehmen oder Gruppen von Portfoliounternehmen ermächtigen sowie der Betrieb einer Sekundärmarkt-Plattform für Anteile an Unternehmen Bestandteil des Geschäftsmodells. › Des Weiteren sind Gegenstand des Unternehmens die redaktionelle Bereitstellung von Informationen über Unternehmen und die Anlage von der Gesellschaft zur Verfügung stehenden liquiden Mitteln, die noch nicht in Beteiligungen gebunden sind, in börsennotierte Wertpapiere sowie in Wertpapiere aller Art von oder bezogen auf branchenangehörige oder verwandte Gesellschaften. 			
Beteiligungen	<ul style="list-style-type: none"> › Insgesamt hält die GSG 28 Beteiligungen an Unternehmen u.a. aus den Bereichen e-Commerce, SaaS, AdTech, Musik-Streaming, Medizintechnik, u.v.m. Laut der zur Verfügung gestellten Beteiligungsliste (gemäß testiertem Jahresabschluss zum 31. Dezember 2019 mit Bestätigungsvermerk vom 2. Juni 2020) sind 19 weitere Beteiligungen wertberichtigt und nur noch mit einem Erinnerungswert aktiviert. 			
Ausgewählte wesentliche Beteiligungen	<table border="0" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 33%; text-align: center; border: 1px solid #ccc; padding: 5px;"> <p>AuctionTech GmbH</p> <ul style="list-style-type: none"> › Die AuctionTech GmbH bietet ihre Online-Livestream-Auktionstechnologie Auktionshäusern und Online-Marktplätzen als Cloud-basierte Software-as-a-Service-Lösungen an. </td> <td style="width: 33%; text-align: center; border: 1px solid #ccc; padding: 5px;"> <p>Remerge GmbH</p> <ul style="list-style-type: none"> › Das AdTech-Startup Remerge GmbH bietet App-Anbietern die Möglichkeit, durch eine integrierte Retargeting-Plattform, nach eigenen Angaben in über 350.000 anderen Apps Werbung zu platzieren und bedient Kunden aus allen Sektoren. </td> <td style="width: 33%; text-align: center; border: 1px solid #ccc; padding: 5px;"> <p>Fiagon AG</p> <ul style="list-style-type: none"> › Die Fiagon AG ist ein Unternehmen für elektromagnetisch basierte chirurgische Navigation. Mittels des von Fiagon entwickelten Navigationssystems ist es möglich, chirurgische Instrumente während Operationen genau zu verfolgen und zu steuern. </td> </tr> </table> <p style="margin-top: 20px;">Quelle: Beteiligungsliste; IFRS-Konzern Zwischenbericht GJ19; Ebner Stolz Darstellung</p>	<p>AuctionTech GmbH</p> <ul style="list-style-type: none"> › Die AuctionTech GmbH bietet ihre Online-Livestream-Auktionstechnologie Auktionshäusern und Online-Marktplätzen als Cloud-basierte Software-as-a-Service-Lösungen an. 	<p>Remerge GmbH</p> <ul style="list-style-type: none"> › Das AdTech-Startup Remerge GmbH bietet App-Anbietern die Möglichkeit, durch eine integrierte Retargeting-Plattform, nach eigenen Angaben in über 350.000 anderen Apps Werbung zu platzieren und bedient Kunden aus allen Sektoren. 	<p>Fiagon AG</p> <ul style="list-style-type: none"> › Die Fiagon AG ist ein Unternehmen für elektromagnetisch basierte chirurgische Navigation. Mittels des von Fiagon entwickelten Navigationssystems ist es möglich, chirurgische Instrumente während Operationen genau zu verfolgen und zu steuern.
<p>AuctionTech GmbH</p> <ul style="list-style-type: none"> › Die AuctionTech GmbH bietet ihre Online-Livestream-Auktionstechnologie Auktionshäusern und Online-Marktplätzen als Cloud-basierte Software-as-a-Service-Lösungen an. 	<p>Remerge GmbH</p> <ul style="list-style-type: none"> › Das AdTech-Startup Remerge GmbH bietet App-Anbietern die Möglichkeit, durch eine integrierte Retargeting-Plattform, nach eigenen Angaben in über 350.000 anderen Apps Werbung zu platzieren und bedient Kunden aus allen Sektoren. 	<p>Fiagon AG</p> <ul style="list-style-type: none"> › Die Fiagon AG ist ein Unternehmen für elektromagnetisch basierte chirurgische Navigation. Mittels des von Fiagon entwickelten Navigationssystems ist es möglich, chirurgische Instrumente während Operationen genau zu verfolgen und zu steuern. 		

C

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22
2	Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25
3	Verwaltungskosten	32
4	NAV-Bewertung	37
5	Börsenkurs	39
6	Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41

Methodik der Beteiligungsbewertung bei der German Startups Group

Bewertungsmethodik der German Startups Group

- › Als Finanzholding führt die GSG die Bewertung ihrer Beteiligungen selbst anhand der nachfolgend dargestellten Vorgehensweise und Bewertungshierarchie durch:

a) Fremdoobjektivierte Drittbewertungen

- › Grundsätzlich greift die GSG bei der Bewertung ihrer Beteiligungsunternehmen auf fremdoobjektivierte Drittbewertungen zurück. Die im Rahmen von Kapitalerhöhungen oder Transaktionen unter Beteiligung fremder Dritter beobachteten Anteilspreise werden zu diesem Zweck für die Bewertung der Anteile der GSG übernommen.

b) Eigene Bewertungsmodelle

- › Sofern für die entsprechenden Beteiligungsunternehmen keine aktuellen Transaktionen unter fremden Dritten stattgefunden haben oder die GSG die zuletzt beobachteten Transaktionspreise nicht als angemessen erachtet, insbesondere weil die jeweilige Transaktion zeitlich bereits weit zurückliegt, werden für Bewertungszwecke eigene Bewertungsmodelle durch die GSG erstellt. Diese Bewertungen erfolgen zum Teil auf Basis des DCF-Verfahrens und teilweise auf Basis von Multiplikatoren.
- › Die resultierenden Bewertungsansätze per 31. Dezember 2019, die jenen des testierten Konzernabschlusses (mit Bestätigungsvermerk vom 2. Juni 2020) der GSG entsprechen, bilden die Grundlage für die von uns erstellte Ableitung des Unternehmenswertes nach dem NAV-Verfahren.

In Abhängigkeit der Bewertungsmethode wurden zur Plausibilisierung insbesondere folgende Unterlagen durch die GSG bereitgestellt:

- › durch die GSG erstellte Valuation Notes,
- › aktuelle Gesellschafterlisten der Beteiligungsunternehmen,
- › Verträge über Kapitalerhöhungen oder ähnliche Transaktionen in der Form von Investment und Shareholder Agreements,
- › durch die GSG erstellte Bewertungsmodelle (sofern vorhanden),
- › aktuelle Finanz- und Planungszahlen der Beteiligungsunternehmen (sofern aufgrund der geringen Beteiligungsquoten der GSG entsprechender Zugriff auf diese besteht).

Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Beteiligungen der GSG

- › In Bezug auf die Ausbreitung des Corona-Virus (SARS-CoV-2) stellt die GSG im Lagebericht des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2019 fest, „nicht unmittelbar“ von den Auswirkungen betroffen zu sein. Sie sieht zudem keine unmittelbaren finanziellen Risiken für die GSG.
- › Die GSG weist weiter darauf hin, dass sich Auswirkungen auch auf ihre Beteiligungen ergeben könnten, die „aus heutiger Sicht noch nicht absehbar sind“. Mögliche Auswirkungen könnten sowohl positiv („Förderung der Geschäftsfelder der betreffenden Startups“) als auch negativ sein („Nachfragerückgang durch abzeichnende Rezession oder Erschwerung notwendiger Anschlussfinanzierungen der Portfoliounternehmen“).
- › Nach Auskünften des Management der GSG liegen zum Ende unsere Bewertungsarbeiten am 15. Juli 2020 keine Erkenntnisse vor, aus denen die Notwendigkeit zur Anpassung der zum 31. Dezember 2019 angesetzten Bewertungsansätze resultierten.
- › Das Management erläuterte uns, dass sich aufgrund der Beschaffenheit der Geschäftsmodelle der Beteiligungen der GSG unter Umständen sogar tendenziell Profiteure der Krise befinden könnten. Da sich einige Beteiligungsunternehmen im Online-Geschäft betätigen, das in der Krise teilweise Stärkungen erfahren konnte. Somit sei nach Angaben des Managements auch ein positiver Verlauf der Krise für die Beteiligungsunternehmen der GSG denkbar.
- › Der FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaftslehre) äußert sich in einem fachlichen Hinweis vom 25. März 2020 zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Corona-Virus auf Unternehmensbewertungen. Der FAUB stellt ebenfalls fest, dass das Ausmaß der Auswirkungen auf die Ertragslage der Unternehmen, je nach Branche und Geschäftsmodell, sehr individuell sein können.
- › Für die Dauer der negativen Effekte ist nach Auffassung des FAUB entscheidend, wie lange das unmittelbare Virusgeschehen anhält sowie die Geschwindigkeit einer anschließenden Erholung. Langfristige negative Folgen könnten etwa aufgrund von Folgewirkungen oder zu erwartender Zahlungsschwierigkeiten eintreten.
- › In der langfristigen Betrachtung sieht der FAUB mögliche wertrelevante Konsequenzen, sofern sich durch die Krise ausgelöste langfristige Veränderungen (z.B. in Bezug auf das Kundenverhalten) ergeben. Weiter führt der FAUB aus, dass die Krise insbesondere „klassische Geschäftsmodelle“ in Frage stellt.
- › Da die GSG aus strategischer Sicht nicht in „klassische Geschäftsmodelle“, sondern in innovative unternehmerische Initiativen investiert, können nach Auffassung des Managements der GSG auch Chancen aus der Krise für ihre Beteiligungen entstehen.
- › Aufgrund der stabilen Ausrichtung der Geschäftsmodelle der Beteiligungen ergibt sich aussagegemäß kein Anpassungsbedarf aufgrund von Corona im Vergleich zum 31. Dezember 2019.

Bilanz (1/3) – Aktiva

Bilanz GSG - Aktiva

TEUR	Ist Dez 18	Ist Dez 19
Immaterielle Werte	2.249	59
Geschäfts- oder Firmenwert	3.015	0
Sachanlagen	169	0
Finanzanlagen ^(a)	27.189	21.089
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	730	108
Latente Ertragsteueransprüche	1.701	1.244
Anlagevermögen	35.053	22.499
Vorräte	732	0
Forderungen aus LuL	1.838	26
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	1.494	6.594
Latente Ertragsteueransprüche	25	20
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	209	38
Liquide Mittel	376	4.860
Umlaufvermögen	4.675	11.538
Aktiva	39.728	34.038

Quelle: Jahresabschlüsse GSG GJ18-GJ19

Anm.: (a) inklusive sonstiger Ausleihungen in Höhe von TEUR 191 für das GJ19

Umlaufvermögen (Überleitungsrechnung zum 30. Juni 2020)

TEUR	Jun GJ20
Umlaufvermögen per 31. Dezember 2019	11.538
1. Tranche Rückkauf Wandelanleihe	-1.500
2. Tranche Rückkauf Wandelanleihe	-1.830
Auszahlung für Kapitalerhöhungen	-300
Wertanpassung Finanzanlagen	265
Sonstige Zahlungsmittelabflüsse	-883
Umlaufvermögen per 30. Juni 2020	7.291

Quelle: Unternehmensinformationen, eigene Analysen Ebner Stolz

Erläuterung

- › Nebenstehende Darstellung zeigt die Aktivseite der Bilanz der GSG aus Sicht des Konzernabschlusses der GSG für die GJ18 und GJ19.
- › Wesentlicher Posten auf der Aktivseite sind die von der GSG gehaltenen Unternehmensbeteiligungen mit einem Gesamtwert von TEUR 20.898 zum 31. Dezember 2019, die unter den Finanzanlagen erfasst werden. Entsprechend der vom Management der GSG bereitgestellten Beteiligungsliste haben wir zusätzlich die sonstigen Ausleihungen in Höhe von TEUR 191 abweichend vom Ausweis im Konzernabschluss als solche unter den Finanzanlagen dargestellt.
- › Die Beteiligungen der GSG sollen im Zuge der geplanten Anpassungen im Geschäftsmodell der GSG auskunftsgemäß mittelfristig bis zum Ende des GJ24 vollständig veräußert werden. Die Gesellschaft soll künftig nicht mehr im Beteiligungsmanagement von Startups, sondern als Holding der 100 %igen Beteiligungen SGT Pte, GSGVC und GSAM tätig sein.
- › Die aus der Beteiligungsveräußerung erzielten Erlöse sollen ausgeschüttet werden, sodass sich die Bilanzsumme der GSG bis zum Ende des GJ24 entsprechend reduziert.
- › Für die NAV-Betrachtung sind neben den Unternehmensbeteiligungen die sonstigen Vermögenswerte des Anlage- und Umlaufvermögens der GSG als zweiter Bestandteil in die Bewertung einzubeziehen.
- › Unter den sonstigen kurzfristigen finanziellen Vermögenswerten sind für das GJ19 u.a. Forderungen aus dem Verkauf von Anteilen (TEUR 1.209), eine Forderung aus einer Schadensersatzklage in Höhe von TEUR 125 sowie latente Steueransprüche über TEUR 1.244 bilanziert.
- › Für die Berechnung und Zusammensetzung des ermittelten NAV für die GSG verweisen wir auf Abschnitt C.4 dieses Berichtes.

Bilanz (2/3) – Wertrelevante Ereignisse nach dem Abschlussstichtag

Bilanz GSG - Aktiva

TEUR	Ist	Ist
	Dez 18	Dez 19
Immaterielle Werte	2.249	59
Geschäfts- oder Firmenwert	3.015	0
Sachanlagen	169	0
Finanzanlagen ^(a)	27.189	21.089
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	730	108
Latente Ertragsteueransprüche	1.701	1.244
Anlagevermögen	35.053	22.499
Vorräte	732	0
Forderungen aus LuL	1.838	26
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	1.494	6.594
Latente Ertragsteueransprüche	25	20
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	209	38
Liquide Mittel	376	4.860
Umlaufvermögen	4.675	11.538
Aktiva	39.728	34.038

Quelle: Jahresabschlüsse GSG GJ18-GJ19

Anm.: (a) inklusive sonstiger Ausleihungen in Höhe von TEUR 191 für das GJ19

Umlaufvermögen (Überleitungsrechnung zum 30. Juni 2020)

TEUR	Jun GJ20
Umlaufvermögen per 31. Dezember 2019	11.538
1. Tranche Rückkauf Wandelanleihe	-1.500
2. Tranche Rückkauf Wandelanleihe	-1.830
Auszahlung für Kapitalerhöhungen	-300
Wertanpassung Finanzanlagen	265
Sonstige Zahlungsmittelabflüsse	-883
Umlaufvermögen per 30. Juni 2020	7.291

Quelle: Unternehmensinformationen, eigene Analysen Ebner Stolz

Erläuterung

- › Die Konzernbilanzwerte per 31. Dezember 2019 wurden überschlägig auf den 30. Juni 2020 fortentwickelt. Hierbei wurden zum einen die Entwicklung der Beteiligungen entsprechend erfolgter Kapitalerhöhungen, Veräußerungen und Abschreibungen fortentwickelt. Zum anderen wurden die wesentlichen Posten der sonstigen Vermögensgegenstände und die Liquidität fortentwickelt. Wir weisen darauf hin, dass es sich hierbei um eine überschlägige Fortschreibung der Bilanzwerte auf den 30. Juni 2020 handelt.
- › Aus dem Rückerwerb der ausstehenden, börsennotierten Wandelanleihe der GSG in Höhe von EUR 3 Mio. in zwei Tranchen nach dem Stichtag des 31. Dezember 2019 ergibt sich zum Bewertungsstichtag 7. August 2020 ein Effekt auf die Höhe der sonstigen Vermögenswerte:
 - › Rückerwerb 1. Tranche: Die GSG hat am 9. April 2020 die Hälfte ihrer begebenen Wandelanleihe vorzeitig zum Nominalwert zurückerworben. Es resultiert eine Minderung der sonstigen Vermögenswerte und der Verbindlichkeiten um TEUR 1.500.
 - › Rückerwerb 2. Tranche: Die GSG hat am 26. Juni 2020 die 2. Hälfte aus der Wandelanleihe vorzeitig zurückerworben. Dieser Erwerb erfolgte zu 122 % des Nominalwertes. Der gezahlte Mehrpreis über dem Nominalwert verursacht einen wertmindernden Effekt im NAV in Höhe von TEUR -330.
- › Durch Auszahlungen für Kapitalerhöhungen bei zwei bestehenden wesentlichen Beteiligungen der GSG nach dem Abschlussstichtag 31. Dezember 2019 resultiert ein Abfluss liquider Mittel in Höhe von TEUR 300. Die liquiden Mittel zzgl. der kurzfristigen Finanzanlagen belief sich zum 31. Dezember 2019 auf rund EUR 11,5 Mio. Zum Stichtag 30. Juni 2020 belaufen sich die liquiden Mittel zzgl. kurzfristige Finanzanlagen auf EUR 7,2 Mio.
- › Werterhöhend wirken im Vergleich zur Betrachtung zum Abschlussstichtag 31. Dezember 2019 Anpassungen in den Finanzanlagen der GSG. Der Werteffekt hieraus beläuft sich auf TEUR 265.
- › Die weiteren Zahlungsmittelabflüsse stellen eine Saldogröße dar und resultieren aus dem Betrieb des laufenden Geschäfts der GSG. Dagegen stehen Zuflüsse aus der Veräußerung von Beteiligungen sowie der Vereinnahmung von Forderungen.

Quelle: Jahresabschlüsse GSG GJ18-GJ19

15. Juli 2020

Bilanz (3/3) – Passiva

Bilanz GSG - Passiva

TEUR	Ist Dez 18	Ist Dez 19
Gezeichnetes Kapital	11.754	10.854
Kapital-/Gewinnrücklage	13.293	12.823
Bilanzergebnis	3.458	6.396
Ausgleichsposten Anteile Minderheitsgesellschafter	1.608	3
Eigenkapital	30.113	30.076
Sonstige Rückstellungen	0	450
Rückstellungen	0	450
Bankverbindlichkeiten	1.082	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	900	164
Sonstige Verbindlichkeiten	6.688	3.112
Verbindlichkeiten	8.670	3.276
Passive latente Steuern	945	235
Passiva	39.728	34.038

Quelle: Jahresabschlüsse GSG GJ18-GJ19

Verbindlichkeiten & Rückstellungen

TEUR	Jun GJ20
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	164
Wandelanleihe	2.912
Sonstige Verbindlichkeiten	200
Passive latente Steuern	235
Sonstige Rückstellungen	450
Verbind. & RSt. per 31. Dezember 2019	3.962
1. Tranche Rückkauf Wandelanleihe	-1.500
2. Tranche Rückkauf Wandelanleihe	-1.412
Verbind. & RSt. per 30. Juni 2020	1.050

Quelle: Jahresabschlüsse GSG GJ18-GJ19

Erläuterung

- › Die Passivseite der Bilanz der GSG zeigt, dass die GSG überwiegend durch Eigenkapital finanziert ist, insbesondere da inzwischen auch die ausstehende Wandelanleihe zurückerworben wurde.
- › Die Verbindlichkeiten der GSG bestehen primär in einer zinstragenden Wandelanleihe, die in der Bilanz mit einem Wert von TEUR 2.912 zum 31. Dezember 2019 erfasst ist.
- › Am 9. April 2020 und 26. Juni 2020 hat die GSG ihre ausstehende Wandelanleihe mit einem Nominalwert von TEUR 3.000 zurückgekauft. Für den Unternehmenswert der GSG ergeben sich hieraus zum Bewertungsstichtag gegenüber dem 31. Dezember 2019 aus dem ersten Rückkauf über TEUR 1.500 zum Nominalwert keine Änderungen, da die Nettofinanzposition unverändert bleibt (Minderung der Verbindlichkeiten bei Minderung der liquiden Mittel in gleicher Höhe, Ablöse zum Nominalwert).
- › Aus dem vorzeitigen Rückerwerb der verbleibenden Restschuld aus der Wandelanleihe am 26. Juni 2019 resultiert eine weitere Reduktion der Verbindlichkeiten gegenüber dem 31. Dezember 2019 in Höhe von TEUR 1.500. Da die Ablöse zu einem Kurs über dem Nominalwert (122%) erfolgte, reduziert sich der NAV im Ergebnis um TEUR 330.
- › Darüber hinaus wurden Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von TEUR 164 und passive latente Steuern von TEUR 235 angesetzt. Sonstige Verbindlichkeiten bestanden in Höhe von TEUR 200.
- › Die Rückstellungen beinhalten nach den Angaben im Konzernabschluss der GSG zum 31. Dezember 2019 Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten sowie Jahresabschlusskosten und wurden in der NAV-Bewertung zum 31. Dezember 2019 mit TEUR 450 in Abzug gebracht.
- › Die resultierende NAV-Ermittlung ist in Abschnitt C.4 im Detail erläutert.

Übersicht der Beteiligungsbewertungen der GSG

Adjustierte Beteiligungswerte

TEUR Beteiligungsunternehmen	Bewertungs- grundlage	Bet.-Ansatz 31.12.2019	Anpassung Ebner Stolz	Zu- / Ab- gänge	Bet.-Ansatz 30.06.2020
Fokusbeteiligung 1	Bewertungsmodell (DCF und Multiple)	5.773	-	1.219	6.992
Fokusbeteiligung 2	Bewertungsmodell (Multiple)	3.644	-110	-	3.534
Fokusbeteiligung 3	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	1.960	-	-	1.960
Fokusbeteiligung 4	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	1.948	-	-	1.948
Fokusbeteiligung 5	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	1.713	-	-	1.713
Fokusbeteiligung 6	Bewertungsmodell (Multiple)	1.392	-	-	1.392
Fokusbeteiligung 7	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	757	-	25	782
Fokusbeteiligung 8	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	621	-	-	621
Wesentliche Beteiligung 9	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	491	-	-	491
Wesentliche Beteiligung 10	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	395	-	-	395
Wesentliche Beteiligung 11	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	307	-	-	307
Wesentliche Beteiligung 12	Fremdoobjektivierte Drittbewertung	263	-	-	263
Wesentliche Beteiligung 13 ^(a)	Vollständige Abwertung	-	-	-	-
Wesentliche Beteiligungen		19.265	-110	1.244	20.399
Übrige Minderheitsbeteiligungen		1.633	0	-470	1.163
Finanzanlagen (lt. Konzernabschluss GJ19)		20.898	-110	774	21.562
Sonstige Ausleihungen		191	0	0	191
Übrige Beteiligungen		191	0	0	191
Summe Beteiligungswerte		21.089	-110	774	21.753

Quelle: Beteiligungsliste lt. Jahresabschluss 2019 der GSG zum Stichtag 31. Dezember 2019; Management-Informationen GSG; Analyse Ebner Stolz

a) Zum März 2020 vollständig außerplanmäßig abgeschrieben.

Erläuterung

- Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten hat uns die GSG ihre vollständigen Unterlagen zu den Beteiligungsunternehmen offengelegt. Aus Gründen der Geheimhaltung im Zusammenhang mit möglichen negativen Auswirkungen auf beabsichtigte Verkäufe wurde von namentlicher Offenlegung der Beteiligungsunternehmen abgesehen.
- Die GSGVC ist insgesamt an 28 Unternehmen beteiligt. Darunter befinden sich 13 für die GSG wesentliche Beteiligungen mit einem Beteiligungsansatz seitens der GSG von mindestens TEUR 250 zum 31. Dezember 2019.
- Unter diesen Beteiligungen befindet sich eine wesentliche, die jedoch zum März 2020 außerplanmäßig bis auf einen Erinnerungswert vollständig abgeschrieben wurde. Bei den übrigen Minderheitsbeteiligungen kam es zu einer aplm. Abschreibung wegen Insolvenzverfahrens von TEUR 220 sowie einem Abgang in Höhe von TEUR 250.
- Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die angesetzten Beteiligungsbewertungen dieser 13 wesentlichen Beteiligungen der GSG im Detail plausibilisiert (siehe auch Abschnitt B.2 für Bewertungsmethodik der GSG).
- Grundlage für die Plausibilisierung waren die Beteiligungsansätze laut Konzernabschluss der GSG für das GJ19 (mit Bestätigungsvermerk vom 2. Juni 2020).
- Die übrigen Minderheitsbeteiligungen wurden aus Wesentlichkeitsgründen entsprechend der Angaben des Managements der GSG aus dem geprüften Konzernabschluss für das GJ19 übernommen.
- Durch Anteilserwerbe aus Kapitalerhöhungen nach dem 31. Dezember 2019 ergibt sich für die Beteiligung 1 eine Werterhöhung von TEUR 1.219 zum zugrunde gelegten Bewertungsstichtag 7. August 2020.

Plausibilisierung der Beteiligungsbewertungen der German Startups Group

Plausibilisierung der Beteiligungsansätze durch Ebner Stolz

- › Die Beteiligungsbewertungen der GSG wurden im vorliegenden Bewertungsgutachten als Grundlage für die finalen Beteiligungsansätze in der NAV-Bewertung verwendet.
- › Im Rahmen des Bewertungsgutachtens fand auftragsgemäß keine eigene Bewertung der einzelnen Beteiligungsunternehmen statt. Anhand der Informationen der GSG wurde eine kritische Plausibilisierung der vorgelegten Bewertungen durchgeführt. Das Vorgehen der Beteiligungsbewertung der GSG haben wir am 5. Mai 2020 mit deren Wirtschaftsprüfer diskutiert.
- › Sofern aus unserer Sicht, als neutraler Bewerter, Anpassungsbedarf für die Beteiligungsbewertungen bestand, wurden diese zum Zweck der NAV-Bewertung adjustiert.
- › Wir haben für eine der wesentlichen Beteiligungen der GSG eine Minderung des Beteiligungsansatzes um TEUR 110 vorgenommen. Diese resultiert aus einer Aufrundung des rechnerisch ermittelten Unternehmenswertes. Wir haben statt des gerundeten Unternehmenswertes den exakten Wert angesetzt.
- › In Bezug auf die Datenverfügbarkeit ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass der Zugang zu und die Detailtiefe der Informationen je Beteiligungsunternehmen variieren. Aufgrund der teilweise geringen Beteiligungsquoten besteht für die GSG für einzelne der Beteiligungsunternehmen nur ein eingeschränkter Zugang zum Management und aktuellen Finanzzahlen (z.B. Business Pläne, Monats- und Quartalsreportings). Sofern verfügbar wurden uns diese Informationen durch die GSG ergänzend bereitgestellt, waren jedoch nicht für alle Beteiligungsunternehmen gleichermaßen vorhanden.

a) Fremdoobjektivierte Drittbewertungen

- › Die zugrundeliegenden Transaktionen (z.B. Kapitalerhöhungen) und die daraus abgeleiteten Anteilspreise wurden durch entsprechende Investment oder Shareholder Agreements nachvollzogen und mit den Angaben der Valuation Notes abgeglichen.
- › Durch aktuelle Gesellschafterlisten wurde der Anteilsbesitz nachvollzogen.

b) Eigene Bewertungsmodelle der GSG

- › Die vorgelegten Bewertungsmodelle wurden in allen Fällen auf deren methodische sowie rechnerische Richtigkeit geprüft.
- › Zur Plausibilisierung der errechneten Unternehmenswerte wurden, sofern verfügbar, die aktuellen Finanz- und Planungszahlen der Beteiligungsunternehmen herangezogen. Aufgrund geringer Beteiligungsquoten konnten diese jedoch nicht in allen Fällen durch die GSG vorgelegt werden.
- › Die Beteiligungsbewertung wurde zudem mit dem Wirtschaftsprüfer der GSG, der Mazars GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, Berlin, besprochen und die Vorgehensweise der Prüfung der Beteiligungsbewertung wurde uns in einem Telefonat am 5. Mai 2020 erläutert.

C

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22
2	Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25
3	Verwaltungskosten	32
4	NAV-Bewertung	37
5	Börsenkurs	39
6	Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41

Verwaltungskosten im Rahmen der NAV-Bewertung

Kapitalisierung der Verwaltungskosten

- › Anfallende Verwaltungskosten bei vermögensverwaltenden Gesellschaften sind in der NAV-Ermittlung wertmindernd zu berücksichtigen.
- › Zu den ungedeckten Verwaltungskosten gehören regelmäßig insbesondere Kosten aus dem Beteiligungsmanagement, die Gehälter des Vorstandes, die Bezüge des Aufsichtsrates, die Kosten der Buchhaltung und des Controllings, die Bilanzierungskosten sowie die Kosten für die Durchführung von Hauptversammlungen und Berichterstattung (LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO 178/12). Da es sich bei den Verwaltungskosten um zeitraumbezogene Aufwendungen handelt, sind diese über die Dauer der Unternehmensfortführung anfallenden Aufwendungen in eine Stichtagsgröße umzurechnen (Creutzmann, Bewertungspraktiker 2007, S. 78). Der mittels eines risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalisierungszinssatzes bestimmte Barwert der Verwaltungskosten wird in Abzug gebracht.
- › Zur Kapitalisierung der Verwaltungskosten ist es daher im ersten Schritt notwendig, die risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalisierungszinssätze des Unternehmens abzuleiten.
- › Das entsprechende Vorgehen zur Bestimmung dieser Kapitalisierungszinssätze wird nachfolgend dargestellt.
- › Die Bestimmung der konkreten Einzelposten innerhalb der Verwaltungskosten erfolgt im zweiten Schritt auf Basis des historischen Jahresabschlusses der GSG zum 31. Dezember 2019.
- › Zudem erfolgte in Abstimmung mit dem Management der GSG die Ermittlung der Verwaltungsaufwendungen, die aus der künftigen Ausgestaltung des Haftungsübernahme- und Geschäftsführungsvertrages der GSG mit der GSGM resultieren.
- › Sowohl die Vergütung der GSGM als auch die übrigen Verwaltungsaufwendungen haben wir im Detail dargestellt.
- › Die Verwaltungsaufwendungen werden anschließend mittels des zuvor bestimmten risiko- und laufzeitäquivalenten Kapitalisierungszinssatzes in eine Stichtagsgröße zum Bewertungsstichtag überführt.

Verwendete Peer Group-Unternehmen zur Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos

Bereich	Beschreibung																																																																																											
Peer Group und Ableitung des Betafaktors	<ul style="list-style-type: none"> Der zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes verwendete Betafaktor wurde aus einer Vergleichsgruppe (sogenannte Peer Group) börsennotierter Unternehmen, die hinsichtlich des Tätigkeitsspektrums als auch hinsichtlich der Marktbearbeitung ein möglichst ähnliches Profil wie das zu bewertende Unternehmen aufweisen, herangezogen. Die zur Bewertung der GSG verwendete Peer Group setzt sich wie folgt zusammen: <p>Betafaktoren: 2-Jahre wöchentliche Renditen und 5-Jahre monatliche Renditen</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Peer Group Unternehmen</th> <th>Index</th> <th>Betafaktor levered 2 J.</th> <th>Betafaktor levered 5 J.</th> <th>Betafaktor unlev. 2 J.</th> <th>Betafaktor unlev. 5 J.</th> <th>Betafaktor unlev. Ø</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Rocket Internet SE</td> <td>CDAX</td> <td>0,55</td> <td>0,75</td> <td>0,55</td> <td>0,75</td> <td>0,65</td> </tr> <tr> <td>Deutsche Beteiligungs AG</td> <td>CDAX</td> <td>0,88</td> <td>0,97</td> <td>0,88</td> <td>0,97</td> <td>0,92</td> </tr> <tr> <td>IDI</td> <td>SBF250R</td> <td>0,44</td> <td>0,59</td> <td>0,40</td> <td>0,53</td> <td>0,46</td> </tr> <tr> <td>Gimv N.V.</td> <td>GDDLBE</td> <td>0,33</td> <td>0,35</td> <td>0,33</td> <td>0,35</td> <td>0,34</td> </tr> <tr> <td>Eurazeo SE</td> <td>SBF250R</td> <td>1,08</td> <td>1,06</td> <td>0,69</td> <td>0,68</td> <td>0,68</td> </tr> <tr> <td>Finlab AG</td> <td>CDAX</td> <td>1,16</td> <td>1,01</td> <td>1,16</td> <td>1,01</td> <td>1,09</td> </tr> <tr> <td>Altamir SCA</td> <td>SBF250R</td> <td>0,49</td> <td>0,84</td> <td>0,43</td> <td>0,78</td> <td>0,61</td> </tr> <tr> <td>Draper Esprit PLC</td> <td>ASXTR</td> <td>1,15</td> <td>0,91</td> <td>1,15</td> <td>0,91</td> <td>1,03</td> </tr> <tr> <td>Heliad Equity Partners GmbH</td> <td>CDAX</td> <td>1,05</td> <td>0,78</td> <td>1,05</td> <td>0,78</td> <td>0,92</td> </tr> <tr> <td>Mountain Alliance AG</td> <td>CDAX</td> <td>0,60</td> <td>0,51</td> <td>0,57</td> <td>0,49</td> <td>0,53</td> </tr> <tr> <td>Mittelwert</td> <td></td> <td>0,77</td> <td>0,78</td> <td>0,72</td> <td>0,73</td> <td>0,72</td> </tr> <tr> <td>Median</td> <td></td> <td>0,74</td> <td>0,81</td> <td>0,63</td> <td>0,77</td> <td>0,67</td> </tr> </tbody> </table> <p>Quelle: Bloomberg L.P.</p> <ul style="list-style-type: none"> Die Erstellung der Peer Group erfolgte unter der Berücksichtigung qualitativer Merkmale mit dem Bewertungsobjekt. Hierbei wurden die Peer Group-Unternehmen insbesondere hinsichtlich ihrer Beteiligungen und des Beteiligungsvolumen untersucht. Weiterhin wurde die Peer Group hinsichtlich der Aktienliquidität mit Hilfe des jeweiligen Bid-Ask-Spreads als auch anhand der statistischen Signifikanz überprüft. Als Peer Group-Unternehmen wurden Investmentgesellschaften, u.a. mit Fokus auf Risiko- und Wachstumskapital im Start-up-Sektor, verwendet. Nähere Informationen zu der Peer Group sind im Anhang enthalten. Die abgeleitete Peer Group haben wir zusätzlich mit dem Management der GSG hinsichtlich ihrer Eignung diskutiert. Wir haben zur Ableitung des Betafaktors Daten zum Auswertungstichtag 10. Juli 2020 herangezogen. Dabei wurde zur Ermittlung des unternehmensspezifischen, systematischen Risikos, der Betafaktor der Peer Group-Unternehmen um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko der Vergleichsunternehmen bereinigt (sogenanntes „unlevern“). Für die GSG haben wir gutachtlich einen unverschuldeten Betafaktor von 0,70 angesetzt. 	Peer Group Unternehmen	Index	Betafaktor levered 2 J.	Betafaktor levered 5 J.	Betafaktor unlev. 2 J.	Betafaktor unlev. 5 J.	Betafaktor unlev. Ø	Rocket Internet SE	CDAX	0,55	0,75	0,55	0,75	0,65	Deutsche Beteiligungs AG	CDAX	0,88	0,97	0,88	0,97	0,92	IDI	SBF250R	0,44	0,59	0,40	0,53	0,46	Gimv N.V.	GDDLBE	0,33	0,35	0,33	0,35	0,34	Eurazeo SE	SBF250R	1,08	1,06	0,69	0,68	0,68	Finlab AG	CDAX	1,16	1,01	1,16	1,01	1,09	Altamir SCA	SBF250R	0,49	0,84	0,43	0,78	0,61	Draper Esprit PLC	ASXTR	1,15	0,91	1,15	0,91	1,03	Heliad Equity Partners GmbH	CDAX	1,05	0,78	1,05	0,78	0,92	Mountain Alliance AG	CDAX	0,60	0,51	0,57	0,49	0,53	Mittelwert		0,77	0,78	0,72	0,73	0,72	Median		0,74	0,81	0,63	0,77	0,67
	Peer Group Unternehmen	Index	Betafaktor levered 2 J.	Betafaktor levered 5 J.	Betafaktor unlev. 2 J.	Betafaktor unlev. 5 J.	Betafaktor unlev. Ø																																																																																					
	Rocket Internet SE	CDAX	0,55	0,75	0,55	0,75	0,65																																																																																					
	Deutsche Beteiligungs AG	CDAX	0,88	0,97	0,88	0,97	0,92																																																																																					
	IDI	SBF250R	0,44	0,59	0,40	0,53	0,46																																																																																					
	Gimv N.V.	GDDLBE	0,33	0,35	0,33	0,35	0,34																																																																																					
	Eurazeo SE	SBF250R	1,08	1,06	0,69	0,68	0,68																																																																																					
	Finlab AG	CDAX	1,16	1,01	1,16	1,01	1,09																																																																																					
	Altamir SCA	SBF250R	0,49	0,84	0,43	0,78	0,61																																																																																					
	Draper Esprit PLC	ASXTR	1,15	0,91	1,15	0,91	1,03																																																																																					
Heliad Equity Partners GmbH	CDAX	1,05	0,78	1,05	0,78	0,92																																																																																						
Mountain Alliance AG	CDAX	0,60	0,51	0,57	0,49	0,53																																																																																						
Mittelwert		0,77	0,78	0,72	0,73	0,72																																																																																						
Median		0,74	0,81	0,63	0,77	0,67																																																																																						

Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Bereich	Beschreibung
Kapitalkosten	Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
	German Startups Group
	Periodenspezifische Kapitalkosten
	Basiszinssatz vor Einkommensteuer
	Marktrisikoprämie vor Einkommensteuer
	Betafaktor unverschuldet
	Risikozuschlag
	Wachstumsrate
	Kapitalisierungszinssatz
	Quelle: Bundesbank; Analysen Ebner Stolz
	Basiszinssatz
	› Die GSG plant die Veräußerung ihrer Beteiligungen über einen Zeitraum von 5 Jahren. Daher ist als Basiszinssatz der laufzeitspezifische Basiszinssatz über einen Zeitraum von 5 Jahren zu verwenden.
	› Ausgehend von den durch die Deutsche Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zum Auswertungstichtag 3. Juli 2020 ergibt sich ein laufzeitspezifischer Basiszinssatz von gerundet -0,68 % .
	Marktrisikoprämie
› Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaftslehre (FAUB) hält es für sachgerecht, bei der Bemessung der Marktrisikoprämie vor persönlicher Steuer von einer Bandbreite von 6,00 % bis 8,00 % auszugehen. Im Rahmen der Bewertung wurde eine Marktrisikoprämie in Höhe von 7,00 %, als Mittelwert der empfohlenen Bandbreite des FAUB, herangezogen.	
› Bei der Empfehlung zur Bandbreite der Marktrisikoprämie orientiert sich der FAUB auch in der Corona-Krise an seiner Kapitalkostenempfehlung vom 25. Oktober 2019 zwischen 6,00 % bis 8,00 % (nach Unternehmensteuern und vor persönlichen Steuern).	
Betafaktor	
› Über die Peer Group wurde ein unverschuldeter Betafaktor (unlevered Beta) in Höhe von 0,70 abgeleitet.	
Verschuldungsgrad	
› Das Bewertungsobjekt ist im Planungszeitraum unverschuldet . Da das Bar- und Aktienvermögen der GSG die Finanzverbindlichkeiten übersteigt, weist die GSG keine Nettofinanzverbindlichkeiten auf. Der Verschuldungsgrad liegt bei 0,0 %. In der ewigen Rente ergibt sich somit ein Betafaktor in Höhe von 0,70.	
Wachstumsabschlag	
› Im Rahmen dieser Wertindikation wurde keine ewige Rente berücksichtigt, da die Beteiligungen der GSG im Betrachtungszeitraum vollständig liquidiert werden sollen.	

Ableitung der kapitalisierten Verwaltungskosten

Verwaltungskosten der GSG

TEUR	Ist GJ19	Plan GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	Plan GJ24
Haftungsübernahme	3	3	3	3	3	3
Fixe Vergütung	192	200	208	216	224	232
Variable Vergütung (2,5 % p.a.) ^(a)	876	701	526	350	175	0
Vergütung GSG Management	1.071	904	737	569	402	235
Bezüge des Aufsichtsrates	32	32	33	33	34	34
Buchführungskosten	106	107	109	110	112	112
Abschluss- und Prüfungskosten	40	40	41	41	42	42
Investor Relations	20	21	21	21	21	21
Aufwand Hauptversammlung	18	18	19	19	19	19
Versicherungen	18	19	19	19	19	19
Listing-Kosten	67	68	70	71	72	72
Übrige Verwaltungskosten	301	306	310	315	320	320
Verwaltungskosten gesamt	1.372	1.209	1.047	884	722	555
Kapitalisierungszinssatz		4,22%	4,22%	4,22%	4,22%	4,22%
Barwert Verwaltungskosten 31.12.2019	3.968					
x Aufzinsungsfaktor	1,021					
Barwert Verwaltungskosten 30.06.2020	4.051					

Quelle: Einzelabschluss GSG GJ19; Management Informationen; Analyse Ebner Stolz
 Anm.: (a) bezogen auf die IFRS-Einzelbilanzsumme

Erläuterung

- › Im Rahmen der NAV-Betrachtung ist der Barwert der kapitalisierten Verwaltungskosten in Abzug zu bringen (siehe auch Erläuterungen in Abschnitt B.1). Die auf Grundlage des Konzernabschlusses GJ19 ermittelten und mit der GSG diskutierten Verwaltungskosten zum 31. Dezember 2019 wurden zur Bewertung auf den 30. Juni 2020 aufgezinst.
- › Auskunftsgemäß beabsichtigt die GSG, die Beteiligungen über einen Zeitraum von fünf Jahren zu veräußern. Hierdurch soll die Bilanzsumme planmäßig linear abschmelzen. Die Veräußerungserlöse sollen annahmegemäß vollständig ausgeschüttet werden.
- › Da die Beteiligungen der GSG liquidiert werden sollen und damit die Verwaltungskosten aus dem Beteiligungsmanagement anschließend entfallen, ergibt sich keine ewige Rente für die Verwaltungskosten. Es erfolgte daher eine endliche Berücksichtigung der Verwaltungskosten über den Planungshorizont zwischen GJ20 bis GJ24.
- › Die Verwaltungskosten setzen sich für die GSG aus zwei Komponenten zusammen: Vergütungsanspruch der GSGM sowie den übrigen Verwaltungskosten.

- › Die GSG hat mit der GSGM einen Geschäftsführungs- und Haftungsübernahmevertrag geschlossen. Aus diesem ergeben sich eine fixe Prämie für die Haftungsübernahme in Höhe von TEUR 3 p.a. sowie eine jährlich um TEUR 8 ansteigende fixe Vergütung von TEUR 192 im GJ19.
- › Darüber hinaus sieht die aktuelle vertragliche Vereinbarung eine variable Vergütungskomponente von 2,5 % p.a. der Bilanzsumme der IFRS Einzelbilanz der GSG vor.
- › Weitere Komponenten der Verwaltungskosten wurden auf Basis des geprüften Jahresabschluss der GSG zum 31. Dezember 2019 ermittelt. Sondereffekte wurden mit dem Management der GSG besprochen und entsprechend für den Planungszeitraum GJ20 bis GJ24 angepasst und mit einer Rate von 1,5 % p.a. inflationiert.
- › Wesentliche Verwaltungskosten entstehen der GSG für die Kosten der Buchführung sowie der Abschlusserstellung und -prüfung (TEUR 147 im GJ20) und der Vergütung des zu bildenden Aufsichtsrates (TEUR 32 im GJ20).
- › Aus ihrer Börsennotierung entstehen der GSG zusätzliche Kosten. Diese beinhalten primär mit ihrem Listing zusammenhängende Kosten von TEUR 67 (GJ19). Für die Kommunikation mit Investoren fallen jährlich Kosten von ca. TEUR 20, für die Ausrichtung der jährlichen Hauptversammlung der Aktionäre TEUR 18 (GJ19) an.
- › Weitere als die oben aufgeführten Verwaltungskosten fallen nicht an.

C

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22
2	Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25
3	Verwaltungskosten	32
4	NAV-Bewertung	37
5	Börsenkurs	39
6	Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41

NAV der GSG zum 7. August 2020

NAV der GSG per 7. August 2020

TEUR	Jun GJ20
Beteiligungswerte	21.753
+ sonstiges Anlagevermögen	1.410
+Sonstige Vermögenswerte	7.291
-Verbindlichkeiten, Rückstellungen, passive lat. Steuern	-1.050
-Kapitalisierte Verwaltungskosten	-4.051
Net Asset Value per 30. Juni 2020	25.353
Aufzinsungsfaktor	1,004
Net Asset Value per 07. August 2020	25.463
Anzahl Aktien GSG (in Tsd.)	10.854
Wert je Aktie in EUR per 7. August 2020	2,35

Quelle: Analyse Ebner Stolz

Erläuterung

- › Der NAV der GSG zum 7. August 2020 beträgt TEUR 25.463. Dies entspricht einem Wert von EUR 2,35 je Aktie.
- › Die Beteiligungswerte der GSG wurden mit einem Gesamtwert von TEUR 21.753 angesetzt (Ableitung siehe Abschnitt C.2).
- › Der ursprüngliche Beteiligungsansatz wurde nach kritischer Durchsicht und Plausibilisierung der zugrundeliegenden Unternehmensbewertungen durch uns um TEUR 110 reduziert. Die Reduktion ist vollständig auf die Anpassung des Beteiligungsansatzes für eine Beteiligung zurückzuführen, die aus Rundung des Unternehmenswerts im Rahmen der Unternehmensbewertung resultiert.
- › Analog zur Vorgehensweise der Hinzurechnung der sonstigen Vermögenswerte in der NAV-Betrachtung sind die Verbindlichkeiten der GSG wertmindernd zu berücksichtigen. Auf der Passivseite wurden Verbindlichkeiten in Höhe von insgesamt TEUR 1.050 in Abzug gebracht.
- › Die Verbindlichkeiten betreffen im Wesentlichen die sonstigen Rückstellungen (TEUR 450) sowie passive latente Steuern (TEUR 235). Die vollständig zurückerworbene Wandelanleihe findet zum Bewertungsstichtag keine Berücksichtigung mehr in den Verbindlichkeiten. Zu den Effekten aus dem Rückerwerb verweisen wir auf die vorherigen Seiten zur Bilanzdarstellung.
- › Die zum 31. Dezember 2019 ermittelten Verwaltungskosten wurden auf den 30. Juni 2020 aufgezinst. Entsprechend der Darstellung in Abschnitt C.3 wurden die kapitalisierten Verwaltungskosten, die bis zum GJ24 anfallen, mit einem Betrag in Höhe von TEUR 4.051 in Abzug gebracht.
- › Im Ergebnis resultiert ein NAV per 30. Juni 2020 in Höhe von TEUR 25.353. Aufgezinst auf den Bewertungsstichtag beträgt der NAV zum **7. August 2020 TEUR 25.463**.
- › Hieraus resultiert ein Wert je Aktie zum Bewertungsstichtag in Höhe von **EUR 2,35**.

C

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22
2	Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25
3	Verwaltungskosten	32
4	NAV-Bewertung	37
5	Börsenkurs	39
6	Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41

Ableitung des durchschnittlichen Börsenkurses

Börsenkurs und Handelsvolumen der GSG im Zeitraum 10. Dezember 2019 bis 14. Juli 2020



Erläuterung

- › Die obenstehende Grafik zeigt die Entwicklung des Börsenkurses der Aktie der GSG im Zeitraum zwischen dem 10. Dezember 2019 bis zum 14. Juli 2020.
- › Zur Ermittlung der durchschnittlichen Börsenkurse für die letzten drei bzw. sechs Monate wurden die mit dem täglichen Handelsvolumen gewichteten Börsenschlusskurse über die entsprechenden Zeiträume herangezogen.
- › Es ergibt sich ein durchschnittlicher volumengewichteter Börsenkurs für die Aktie der GSG von **EUR 1,43** je Aktie über einen Zeitraum von drei Monaten (15. April 2020 bis 14. Juli 2020) bzw. ein Börsenkurs von **EUR 1,50** je Aktie über den Zeitraum der vergangenen sechs Monate (15. Januar 2020 bis 14. Juli 2020).
- › Wesentliche Schwankungen im Börsenkurs sind insbesondere verursacht durch nachfolgende Sachverhalte:
 - 1** Mit Bekanntgabe des Verkaufs der Mehrheitsbeteiligung der GSG an der Exozet Gruppe am 17. Dezember 2019 kam es zu einem Kursanstieg von ursprünglich ca. EUR 1,43 (16. Dezember 2019) auf einen Kurs von etwa EUR 1,70 (17. Dezember 2019).
 - 2** Aufgrund der wirtschaftlich unsicheren Auswirkungen der weltweiten Corona-Krise seit Ende Februar 2020 kam es zu einem starken Kursverfall auch für die GSG bis zu einem Kurs von etwa EUR 1,13 je Aktie zum 23. März 2020.
 - 3** Die Aktienmärkte weisen eine schrittweise Erholung von den Auswirkungen der Corona-Krise auf. Dies zeichnet sich auch im Anstieg des Aktienkurses der GSG auf einen Wert von EUR 1,44 je Aktie zum 5. Juni 2020 ab. Zudem trugen positive Erwartungen der GSG für das GJ20 (Pressemitteilung der GSG vom 24. April 2020) zu einem Anstieg des Kurswertes bei.

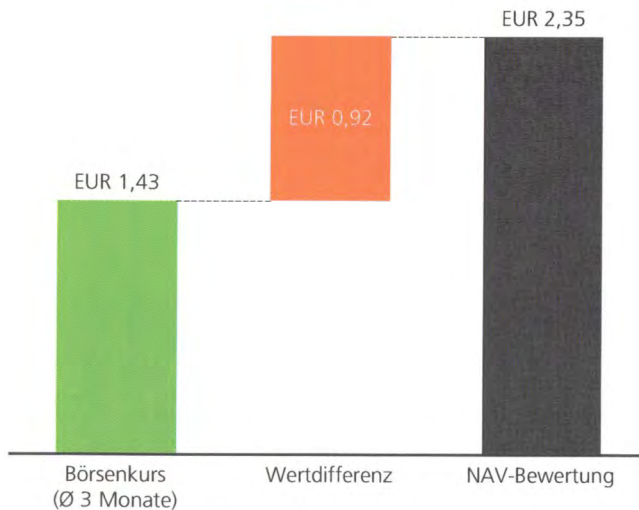
C

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der GSG

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	22
2	Beteiligungen und Beteiligungsbewertung	25
3	Verwaltungskosten	32
4	NAV-Bewertung	37
5	Börsenkurs	39
6	Gegenüberüberstellung NAV und Börsenkurs	41

Einordnung des Börsenwertes im Kontext der Unternehmensbewertung

Gegenüberstellung Wert je Aktie nach NAV und Durchschnittsbörsenkurs



Quelle: Bloomberg L.P.; Analysen Ebner Stolz

Erläuterung

- › Die Aktien der GSG werden am Bewertungsstichtag seit dem 1. März 2017 im Qualitätssegment Scale des Open Market (Freiverkehr) an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt.
- › Die vorstehenden Berechnungen zum Unternehmenswert der GSG nach dem NAV-Verfahren zeigen einen Preis je Aktie von EUR 2,35.
- › Demgegenüber steht der durchschnittliche Börsenkurs von EUR 1,43 über den Zeitraum der vergangenen drei Monate (15. April 2020 bis 14. Juli 2020) bzw. EUR 1,50 über den Zeitraum der vergangenen sechs Monate (15. Januar 2020 bis 14. Juli 2020).
- › Der IDW S 1 stellt zur Relevanz von Börsenkursen im Rahmen der Unternehmensbewertung fest, dass die Verwendung von Börsenkursen im Gegensatz zu Unternehmensbewertungen nach dem IDW S 1 eine geringere Detailtiefe und fehlende Auseinandersetzung mit Planungsrechnung und Geschäftsmodell aufweist (IDW S 1, Tz. 14).
- › Sofern Börsenkurse zur Verfügung stehen, sind diese aus Sicht des IDW S 1 im Sinne einer Plausibilitätsbeurteilung den ermittelten Unternehmenswerten gegenüberzustellen (IDW S 1, Tz. 15).
- › Insbesondere bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Ermittlung von Abfindungs- und Ausgleichsansprüchen) ist eine Beachtung des Börsenkurses zwingend erforderlich. In diesen Fällen gilt der Börsenkurs nicht nur der Plausibilitätsbeurteilung, sondern stellt auch die Mindestgröße im Sinne einer Wertuntergrenze dar (IDW S 1, Tz. 16).
- › Jedoch ist in der Rechtsprechung die Frage noch nicht abschließend geklärt, inwieweit im Rahmen einer Sacheinlage dem Börsenkurs der Aktien der kapitalerhöhenden Aktiengesellschaft ein Wert beizumessen ist. Daher erscheint es angemessen, den Börsenkurs grundsätzlich als unteren Orientierungsmaßstab anzuerkennen (vgl. Koch, in Münchner Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage 2016, Rn. 27). (vgl. hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt B.1).
- › Der gem. NAV-Verfahren abgeleitete Anteilswert von EUR 2,35 je Aktie liegt deutlich sowohl über dem Dreimonatsdurchschnittskurs von EUR 1,43 als auch über dem Sechsmonatsdurchschnittskurs von EUR 1,50.
- › Im Rahmen unserer Bewertung haben wir auf den Unternehmenswert von EUR 2,35 je Aktie gemäß NAV-Bewertung abgestellt.

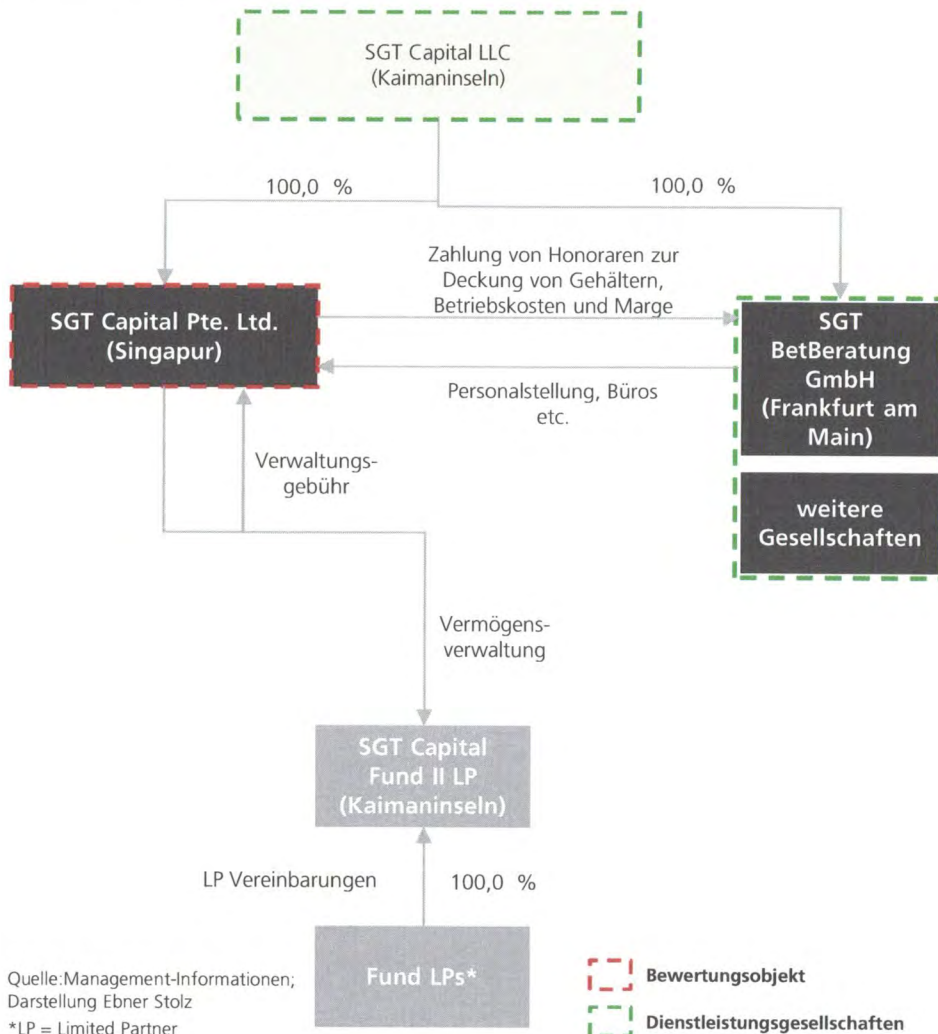
D

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2	Bewertungsprämissen	48
3	Kapitalkosten	60
4	Ertragswertableitung	64
5	Börsen-Multiplikatoren	66
6	Wertbandbreite Unternehmenswert	69

Unternehmensstruktur SGT Pte

Bewertungsobjekt



Erläuterung

- › Die GSG plant, den Vermögensverwalter SGT Pte im Wege einer Sacheinlage einzubringen.
- › Die SGT Pte agiert regulatorisch als Venture Capital Fonds und Private Equity Asset Manager nach dem Securities and Futures Act (Art. 289) von Singapur unter der Aufsicht der Monetary Authority of Singapore.
- › Bei der SGT Pte handelt es sich um eine reine Dienstleistungsgesellschaft, welche das für den SGT Capital Fund II und ggf. künftigen weiteren Private Equity-Investmentvehikeln und -fonds zugesagte Kapital verwaltet. Zu den Dienstleistungen gehören u.a. die Identifikation, Analyse und Due Diligence potentieller Beteiligungstargets, die Akquisition von Zielunternehmen und Strukturierung der Transaktionen sowie die Betreuung von Portfoliounternehmen und deren Veräußerung.
- › Aufwendungen für die vermögensverwaltende Tätigkeit der SGT Pte trägt diese nur in geringerem Umfang selbst. Zum ganz überwiegenden Teil bezieht das Unternehmen diese Leistungen von eigens zu diesem Zweck eingerichteten lokalen Dienstleistungsgesellschaften in Deutschland, den Kaimaninseln sowie eventuell Singapur und den USA.
- › Bei den Dienstleistungsgesellschaften handelt es sich um 100 %-ige Tochterunternehmen der SGT Capital LLC, dem aktuellen Mutterunternehmen der SGT Pte. Diese Gesellschaften haben auch die Dienstverträge mit den Top-Level-Managern der SGT Capital LLC abgeschlossen (im Folgenden „Top-Level-Manager“ oder „Top-Level-Managementteam“ oder „Management der SGT Pte“), die auf diesem Wege ihre Leistungen für die SGT Pte erbringen und deren Entscheidungsprozess beeinflussen.
- › Die SGT Pte hat daher nur eine geringe Anzahl eigener Mitarbeiter und wird auskunftsgemäß lediglich über ein kleines Büro verfügen. Dienstverträge sowie Mietverträge werden im Wesentlichen durch die lokalen Dienstleistungsgesellschaften geschlossen und mit einer geringfügigen Marge an die SGT Pte weiterbelastet.
- › Die SGT Pte wurde am 13. September 2019 gegründet und nimmt ihre reguläre Geschäftstätigkeit derzeit auf. Eine Vergangenheitsanalyse konnte daher im Rahmen unserer Unternehmensbewertung nicht durchgeführt werden. Für weitere Ausführungen im Zusammenhang der Plausibilisierung der Aufwendungen verweisen wir auf Abschnitt D.2.

Rechtliche Grundlagen – Darstellung der Unternehmens- und Transaktionsstruktur

Bereich	Beschreibung
Gesellschaft	<ul style="list-style-type: none"> › Das Bewertungsobjekt ist eine Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung und führt die Firma SGT Capital Pte. Ltd. (im Folgenden „SGT Pte“). Das Unternehmen hat seinen Unternehmenssitz in Singapur, 30 Cecil Street #19-08 Prudential Tower. › Die Gesellschaft wurde am 13. September 2019 gegründet und ist unter der Nummer 201930631G in Singapur registriert. › CEO der SGT LLC ist Herr Joseph Pacini, der zwischen 2014 und 2019 bereits in gleicher Funktion beim Vorgänger PE-Unternehmen beschäftigt war. › Seit dem 1. April 2020 sind Herr Jens Dino Steinborn und Herr Dr. Marcel Normann als Executive Director der SGT Pte registriert. Weiterhin ist seit dem 13. September 2019 Frau Marianne Rajic als Executive Director registriert. › Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
Unternehmensgegenstand	<ul style="list-style-type: none"> › Unternehmensgegenstand der SGT Pte ist die Vermögensverwaltung in Form von Investmentfonds (mit Ausnahme von Immobilienfonds). › Die SGT Pte hat in diesem Zusammenhang eine Lizenz als Verwalter von Venture Capital Fonds nach dem Securities and Futures Act (Art. 289) von Singapur beantragt. Diese Lizenz wurde am 2. Juni 2020 durch die Monetary Authority of Singapore unter formalen Auflagen erteilt. Nach Rücksprache mit dem Management der SGT Pte und der GSG erläuterten diese, dass sich die formalen Auflagen lediglich auf ausstehende Verwaltungsangelegenheiten (die Einwanderung ihres Führungspersonals (derzeit wegen der Coronavirus-Pandemie noch nicht möglich) sowie den Nachweis über die Anmietung von Büroräumen) beziehen. Die entsprechenden Unterlagen der Monetary Authority of Singapore wurden uns vorgelegt.
Gezeichnetes Kapital	<ul style="list-style-type: none"> › Die SGT Pte verfügt über ein gezeichnetes Kapital in Höhe von SGD 1,00.
Gesellschafter	<ul style="list-style-type: none"> › Aktuell ist die SGT Capital LLC, Kaimaninseln, alleiniger Gesellschafter der SGT Pte.
Transaktionsstruktur	<ul style="list-style-type: none"> › SGT Pte und die GSG beabsichtigen, ihr Geschäft zusammenzulegen und die bestehende Börsennotierung der GSG zu nutzen, um die Geschäftsstrategie der GSG zu ändern und sich in Zukunft auf das Asset Management von Private Equity-Kapital zu konzentrieren. › Die Zusammenlegung der Geschäftsbereiche soll im Rahmen einer Sacheinlage der SGT Pte in die GSG erfolgen. › Die Transaktionsstruktur ist in Abschnitt A.3 im Detail erläutert.

Wirtschaftliche Grundlagen (1/2)

Bereich	Beschreibung
Beschreibung der relevanten Tätigkeiten	<ul style="list-style-type: none"> › SGT Pte soll als Vermögensverwalter Asset Management-Dienstleistungen im Bereich Private Equity / Venture Capital erbringen. › Zu diesem Zweck befindet sich die SGT Pte aktuell in der Phase der Kapitalbeschaffung für den SGT Capital Fund II und rechnet hierfür in ihrer Planung mit weiteren Investorenkapitalzusagen zwischen USD 500 Mio. und USD 3.000 Mio. bis zum Ende GJ22. › Die SGT Pte hat einen großen Anteil des Senior Managements einer Vorgänger Private Equity-Gesellschaft, die bereits vorher im Asset Management von Private Equity-Fonds tätig war, an sich gebunden, teilweise durch Anstellungsverträge mit der SGT Capital LLC oder deren deutscher Tochtergesellschaft, der SGT Beteiligungsberatung GmbH, die wiederum beide durch langfristige, exklusive Dienstleistungsverträge an die SGT Pte gebunden sind. Das Top-Level-Managementteam der SGT Pte weist langjährige Berufserfahrungen bei namhaften Private-Equity Unternehmen auf. Dieses Top-Level-Managementteam war somit bereits zuvor für die Auswahl, Betreuung und Veräußerung der Investments der Vorgänger Private Equity-Gesellschaft verantwortlich. › Die SGT Capital LLC unterhält eine lokale Dienstleistungsgesellschaft mit Büro in Deutschland und plant zusätzliche lokale Dienstleistungsgesellschaften und Geschäftsräume in Singapur und den USA. Sowohl die SGT Capital LLC als auch die deutsche Ländergesellschaft sind durch langfristige, exklusive Dienstleistungsverträge an die SGT Pte gebunden.
Track Record	<ul style="list-style-type: none"> › Vor Gründung der SGT Capital LLC hat das Top-Level-Managementteam in einer Vorgänger-Private Equity-Gesellschaft über einen Zeitraum von zwei Jahren USD 1,2 Mrd. in den Erwerb bedeutender Unternehmen in Europa und den USA investiert und einige Add-On-Akquisitionen für diese Portfolio-Unternehmen vorgenommen. › Als Ergebnis der Investments wurden über einen Zeitraum von 2015 bis Anfang 2020 ein Brutto-IRR in Höhe von 27,4 % p.a. und ein Brutto-Money-on-Money-Multiple in Höhe von 2,2x erzielt. Das Top-Level-Managementteam hat somit Private Equity Assets mit einem Wert von über USD 2.000 Mio. verwaltet. › Das Management der SGT Capital LLC und GSG legten uns Informationen zu diesem Track Record inklusive Informationen zu den einzelnen Investments vor. Die Analyse dieser Informationen erfolgte zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung der SGT Pte und zum Benchmarking der Unternehmensplanung.

Wirtschaftliche Grundlagen (2/2)

Bereich	Beschreibung
Qualifikation der SGT Pte/ Management	<ul style="list-style-type: none"> › Das Top-Level-Management der SGT Capital LLC besteht im Wesentlichen aus Personen, die das Management der Vorgänger-Private Equity-Gesellschaft bildeten. Diese Manager werden – wie oben beschrieben – durch Dienstleistungsverträge mit den lokalen Gesellschaften ihre Dienste für die SGT Pte erbringen. Zudem sind sie – indirekt – durch vertragliche Verpflichtungen auf der Ebene der SGT Capital LLC bzw. vertragliche Regelungen in den LP-Vereinbarungen an die SGT Pte gebunden. › Joseph Pacini – CEO und Managing Partner SGT LLC <ul style="list-style-type: none"> › 2014-2019: CEO bei der Vorgänger Private Equity Gesellschaft › Zuvor: Head of BlackRock Alternative Investments – Asia Pacific, J.P. Morgan, Bain Capital › Carsten Geyer – CIO und Managing Partner SGT LLC <ul style="list-style-type: none"> › 2014-2019: Head of Europe bei der Vorgänger Private Equity Gesellschaft › Zuvor: Principal bei Permira Advisors, McKinsey › Dr. Marcel Normann – Partner SGT LLC und Executive Director SGT Pte <ul style="list-style-type: none"> › 2015-2019: Vorgänger Private Equity Gesellschaft, Managing Director › Zuvor: Partner bei McKinsey › Jens Dino Steinborn – Partner SGT LLC und Executive Director SGT Pte <ul style="list-style-type: none"> › 2016-2019: Vorgänger Private Equity Gesellschaft, Managing Director › Zuvor: Private Equity bei Cranemere, Permira und Candover › Marianne Rajic– COO, General Counsel und Partner SGT LLC sowie Executive Director SGT Pte <ul style="list-style-type: none"> › Fundierter Hintergrund auf dem Gebiet der Marktregulierung, u.a. als Anwältin bei der Australien Securities and Investment Commission und der der britischen Finanzaufsichtsbehörde › Zuvor: über 15 Jahre Erfahrung im Bereich Investmentfonds und alternative Investments, u.a. Managing Partner Campbells, Anwältin bei Walkers, SJ Berwin (heute KWM)

D

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2	Bewertungsprämissen	48
3	Kapitalkosten	60
4	Ertragswertableitung	64
5	Börsen-Multiplikatoren	66
6	Wertbandbreite Unternehmenswert	69

Ableitung zukünftiger zu diskontierender finanzieller Überschuss der SGT Pte

SGT Pte - GuV (Basisszenario)

TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	CAGR 21-24
Umsatzerlöse	6.621	15.780	18.585	18.957	18.935	6,3%
Personalaufwand	-1.872	-3.748	-3.962	-4.183	-4.339	5,0%
Sonstiger Aufwand	-460	-921	-955	-989	-1.006	3,0%
EBITDA	4.288	11.110	13.668	13.784	13.590	6,9%
Abschreibung	0	0	0	0	0	n/a
EBIT	4.288	11.110	13.668	13.784	13.590	6,9%
Finanzergebnis	0	0	0	0	0	n/a
EBT	4.288	11.110	13.668	13.784	13.590	6,9%
Ertragsteuern	-730	-1.889	-2.324	-2.344	-2.311	7,0%
Jahresergebnis	3.558	9.221	11.344	11.440	11.279	6,9%
KPIs in % der Umsatzerlöse						Δ 21-24
Personalaufwand	-28,3%	-23,8%	-21,3%	-22,1%	-22,9%	0,8 pp
Sonstiger Aufwand	-6,9%	-5,8%	-5,1%	-5,2%	-5,3%	0,5 pp
EBITDA	64,8%	70,4%	73,5%	72,7%	71,8%	1,4 pp
Jahresergebnis	53,7%	58,4%	61,0%	60,3%	59,6%	1,1 pp
KPIs in Abhängigkeit der AuM						
Umsatz / AuM	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	
AuM / FTE ^(a)	31.250	72.917	83.333	83.333	83.333	

Quelle: Business Plan SGT Pte; Managementangaben; Analyse Ebner Stolz

Anmerkung: (a) FTE = Vollzeitkraft (FTE)

Erläuterung

- › Die Unternehmensplanung der SGT Pte geht von einer durchgehend positiven Ertragslage ab dem ersten Planjahr aus. Das GJ20 beinhaltet aufgrund des laufenden Gründungs- sowie Fundraising-Prozesses nur das zweite Halbjahr.
- › Da die originäre Unternehmensplanung (mit mehreren Szenarien) auf USD lautet, haben wir diese in eine auf EUR lautende Planung umgerechnet. Zur Methodik der angewendeten Fremdwährungsumrechnung verweisen wir auf Abschnitt D.2.
- › Die Umsatzerlöse der SGT Pte bemessen sich als prozentuale Verwaltungsgebühr auf die zugesagten AuM des jeweiligen Geschäftsjahres. Dieser Prozentsatz ist über den gesamten Planungszeitraum fixiert und Änderungen der Umsatzerlöse damit vollständig auf die Höhe der AuM zurückzuführen.
- › Für die Systematik der Verwaltungsgebühren und Details zur Umsatzplanung verweisen wir auf Abschnitt D.2.
- › Bei der SGT Pte handelt es sich um einen Dienstleister mit nur einem geringen Umfang eigener Mitarbeiter. Die Arbeitsverträge des Managements der SGT Pte bestehen mit lokalen Dienstleistungsgesellschaften in Deutschland (zusätzlich geplant: Singapur und USA). Es handelt sich bei den zu Bewertungszwecken hier als Personalaufwand dargestellten Leistungen somit aus handelsrechtlicher Sicht um bezogene Leistungen, die mit einer Marge an die SGT Pte weiterbelastet werden. Für weitere Informationen verweisen auf die rechtlichen und wirtschaftlichen Grundlagen in Abschnitt D.1.
- › Mit etwa 23,0 % stellen die bezogenen Personalleistungen den primären Aufwandsposten für SGT Pte dar. Während des Planungszeitraums (GJ21 bis GJ24) steigen die Kosten mit einem CAGR von 5,0 % p.a.
- › Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden ebenfalls über die lokalen Dienstleistungsgesellschaften an die SGT Pte weiterbelastet. Im Planungszeitraum (GJ21-24) liegt die Aufwandsquote bei 5,1 % bis 5,8 % (CAGR: 3,0 % p.a.).

Anmerkung

- › Die nachfolgende Kommentierung der Unternehmensplanung der SGT Pte basiert, sofern nicht abweichend dargestellt, auf dem Basisszenario (Szenario I). Für eine Übersicht der betrachteten Szenarien verweisen wir auf Abschnitt D.2.

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (1/8)

Bereich	Beschreibung
Planungsprozess	<ul style="list-style-type: none"> › Auskunftsgemäß wurde zum Zweck der Gründung sowie in Vorbereitung der geplanten Transaktion eine anlassbezogene Planung durch die SGT Pte erstellt (Stand: 13. Mai 2020). Die Unternehmensplanung soll im Rahmen des regulären Planungsprozesses der SGT Pte, nach Angaben des Managements, jeweils zum Ablauf eines Geschäftsjahres für das Folgejahr aktualisiert werden. › Die bereitgestellte Unternehmensplanung geht von dem bestehenden Geschäftsmodell aus und berücksichtigt noch nicht die angedachte Transaktion mit der GSG (Stand Alone-Planung). › Der Planungszeitraum erstreckt sich auf fünf Geschäftsjahre (2020-2024). <ul style="list-style-type: none"> ▪ Für das Planjahr 2020 wurde uns eine halbjährliche Planung zur Verfügung gestellt. ▪ Die GJ21 bis GJ24 wurden auf Jahresbasis geplant. › Verantwortlich für die Erstellung der Unternehmensplanung ist Herr Dr. Marcel Normann, Executive Director der SGT Pte. Herr Dr. Normann stand uns am 10. Juni 2020 gemeinsam mit Herrn Jens Dino Steinborn, Executive Director der SGT Pte, sowie dem Management der GSG zu einem telefonischen Planungsmeeting zur Verfügung. › Der erstellte Business Plan wurde nach den Erläuterungen von Herrn Dr. Normann in der aktuellsten Version vom 13. Mai 2020 durch den Partnerkreis der SGT Capital LLC und das Board der SGT Pte als Gremien genehmigt. › Es handelt sich bei der Planung auskunftsgemäß um eine „Top Down“-Planung. Im Planungsprozess wurden zunächst verschiedene Szenarien für die Höhe der Kapitalzusagen des Fonds entwickelt und die Umsatztreiber der SGT Pte identifiziert. Auf Grundlage der Szenarien hat das Management anschließend notwendige Kapazitäten für die Verwaltung der Mittel des Fonds abgeleitet. Aus den Kapazitäten ergibt sich für jedes Szenario eine detaillierte Kostenplanung, deren zugrundeliegenden Annahmen und Zusammensetzung im Folgenden dargestellt wird. › Mögliche Effekte aus der Corona-Pandemie wurden in der Planung nicht explizit berücksichtigt. Das Management erläuterte jedoch, dass man von einer „V-förmigen“ Erholung ausgehe, die mit den Annahmen des Business Plans in Übereinstimmung stehe. Wesentliche Effekte auf die Ertragsplanung erwartet das Management nicht. Es sei jedoch aufgrund der Corona-Krise im ersten Halbjahr 2020 zu Verzögerungen im Fundraising-Prozess gekommen. Der Fundraising-Prozess wurden jedoch nach Aussage des Managements in der Zwischenzeit wieder aufgenommen.
Planungsumfang	<ul style="list-style-type: none"> › Die vorgelegte Planung der SGT Pte umfasst nur eine Ertragsplanung. › Eine Bilanzplanung wurde durch die Gesellschaft nicht erstellt. › Für Bewertungszwecke wurde daher gutachtlich eine Bilanzplanung auf Basis der Aufsatzbilanz per 18. März 2020 von Ebner Stolz erstellt. › Die notwendigen Planungsannahmen für die Bilanzplanung haben wir mit dem Management der SGT Pte diskutiert.

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (2/8)

Bereich	Beschreibung
Szenarien Unternehmensentwicklung	<ul style="list-style-type: none"> › Die Planung enthält verschiedene Szenarien in Abhängigkeit der geplanten Kapitalzusagen für die SGT Pte (Assets under Management). › Weitere Kapitalzusagen resultieren in der Planung aus einer Kooperationsvereinbarung der SGT Pte mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister (siehe auch nachfolgende Erläuterungen zu den Kapitalzusagen). Diese Kooperation mit der SGT Pte findet über eine Private Equity-Gesellschaft des Kooperationspartners statt. › Nach Rücksprache mit dem Management der GSG sowie den Planungsverantwortlichen der SGT Pte wird das Szenario I als das Basisszenario angesehen, welches vereinbarungsgemäß laut Term Sheet der Ermittlung des Austauschverhältnisses zugrunde liegen soll. Die weiteren Szenarien II bis IV werden durch das Management ebenfalls als erreichbare Szenarien angesehen und führen zu einem anderen Austauschverhältnis, das im Nachgang über die Wandlung der vorgesehenen Zwangswandelanleihe hergestellt wird. › Daher erfolgte die Wertableitung für die SGT Pte auf Grundlage des Basisszenarios. <p>Szenario I (Basisszenario):</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ SGT Pte erhält Kapitalzusagen in Höhe von USD 500 Mio. bis 2022 ▪ zusätzlich Kooperation mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister über USD 500 Mio. <p>Szenario II:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ SGT Pte erhält Kapitalzusagen in Höhe von USD 1.000 Mio. bis 2022 ▪ zusätzlich Kooperation mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister über USD 500 Mio. <p>Szenario III:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ SGT Pte erhält Kapitalzusagen in Höhe von USD 2.000 Mio. bis 2022 ▪ zusätzlich Kooperation mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister über USD 500 Mio. <p>Szenario IV:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ SGT Pte erhält Kapitalzusagen in Höhe von USD 3.000 Mio. bis 2022 ▪ zusätzlich Kooperation mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister über USD 500 Mio.

Investitionsstrategie und geplante Investitionsprojekte

Investitionsstrategie

- › SGT Pte plant durch entsprechende Kapitalzusagen AuM von bis zu USD 3.000 Mio. (plus Kooperationsvereinbarung mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister mit bis zu USD 500 Mio.) zu erreichen.
- › Die Allokation auf die einzelnen Investitionen des Fonds soll in mittelständische Unternehmen erfolgen. Über die Laufzeit des Fonds von zehn Jahren sollen im Basisszenario (mit USD 1.000 Mio. Kapitalzusagen inkl. Kooperation) zwischen 8 und 12 Zielgesellschaften erworben werden. Der prozentuale Anteil von 25 % der Gesamtzusagen soll dabei für die einzelnen Investitionen nicht überschritten werden.
- › Für die Zielgesellschaften ist jeweils eine durchschnittliche Haltedauer zwischen drei bis fünf Jahren vorgesehen.
- › Die Fondsgesellschaft plant die Investition in Unternehmen mit dem Ziel der Implementierung und dem Ausbau globaler Wachstumsstrategien.
- › Priorisierte Sektoren für die Investitionen des Fonds beinhalten:
 - › Industrieunternehmen und Maschinenbau
 - › Konsumgüterindustrie und Gesundheitswesen
 - › Technologie, Medien und Telekommunikation
 - › Finanzdienstleistungen
 - › Dienstleistungen für Unternehmen
- › Der geographische Fokus des Fonds soll auf europäischen Unternehmen (inkl. Israel) liegen, zu geringerem Anteil sind auch Investitionen in Nordamerika und Asien (ohne China) geplant.
- › Das Management der GSG erläuterte zudem, dass SGT Pte überwiegend fokussierte und größere Investitionen in starke Marktteilnehmer bzw. Marktführer plant.

Aktuelle Projekt-Pipeline (Stand: 9. Juni 2020)

- › Das Management der GSG legte uns für die im Rahmen der Kooperation geplanten die aktuelle Projekt-Pipeline vom 9. Juni 2020 vor.
- › Diese Investitionsprojekte haben wir am 10. Juni 2020 in einem telefonischen Planungsmeeting mit den Vertretern des Managements der SGT Pte, Herrn Dr. Marcel Normann und Herrn Jens Dino Steinborn, besprochen. Das Management unterrichtete uns über den aktuellen Stand dieser Pipeline-Projekte.

Kapitalzusagen und Systematik der geplanten Umsatzerlöse

Kapitalzusagen

- › Die Realisierung der Planung der SGT Pte ist maßgeblich abhängig von der Höhe der Kapitalzusagen, die sie generieren kann. In der Planung werden für das Basisszenario AuM in Höhe von USD 1.000 Mio. unterstellt.
- › Diese setzen sich zusammen aus:
 1. Direkten Kapitalzusagen von institutionellen Investoren, sog. „Limited Partners“, für den SGT Capital Fund II in Höhe von USD 500 Mio., und aus
 2. Kapitalzusagen für gemeinsame Investitionen im Rahmen einer Kooperationsvereinbarung (Joint Venture) mit einem führenden asiatischen Finanzdienstleister (nachfolgend „Kooperationspartner“).
- › Zu der Kooperationsvereinbarung wurde uns durch das Management der SGT Pte ein rechtsverbindliches Memorandum of Understanding bezüglich einer Zusammenarbeit vorgelegt. Das Management der GSG legte uns ferner eine offizielle Präsentation des Kooperationspartners vor, die bereits bestehende Kapitalzusagen von USD 411 Mio. bei einem Zielvolumen des Fonds i.H.v. USD 500 Mio bestätigt. In diesem Zusammenhang legte uns das Management der GSG eine schriftliche Bestätigung des Managements des Kooperationspartners in Form einer Email über die bereits bestehenden Kapitalzusagen von USD 411 Mio. an seinen Fonds vor. Ebenfalls in diesem Zusammenhang hat uns das Management der SGT Pte in Email Form bestätigt, dass es sich durch entsprechende Durchsicht der ihm vorliegenden Subscription Agreements von der Richtigkeit dieser Bestätigung bezüglich der USD 411 Mio. überzeugen konnte. Da die Subscription Agreements aus Vertraulichkeitsgründen jedoch ausschließlich zur Einsichtnahme durch das Management der SGT Pte bei dem Kooperationspartner vorlagen, konnten diese uns nicht selbst vorgelegt werden. Auskunftsgemäß rechnet das Management der SGT Pte noch im Herbst 2020 mit der Einwerbung der restlichen Kapitalzusagen betreffend die Kooperationsvereinbarung von USD 89 Mio.
- › Nach Veräußerung des letzten Investments der Vorgänger Private Equity Gesellschaft im Februar 2020 wurde der Fundraising-Prozess für direkte Kapitalzusagen angestoßen. Zum Zeitpunkt der Berichterstattung liegen der SGT Pte jedoch noch keine vertraglich fixierten direkten Kapitalzusagen potentieller Limited Partner an den SGT Capital Fund II vor. Durch die Corona-Pandemie sei es in den letzten Monaten naturgemäß zu Verzögerungen im Fundraising-Prozess gekommen.

- › Auskunftsgemäß befindet sich das Management der SGT Pte jedoch inzwischen in konkreten Gesprächen mit potentiellen Fonds-Investoren und rechnet noch im Herbst 2020 mit dem Erreichen der in der Planung für diese Tranche angenommenen Einwerbung von Kapitalzusagen von USD 500 Mio.
- › Im Rahmen dieser Kooperation kann SGT Pte eigene Transaktionen zum Co-Investment an den Kooperationspartner weiterleiten. Für diese weitergeleiteten Investment Cases vereinbaren die Parteien, dass sich der Kooperationspartner am Transaktionsvolumen beteiligt und Eigenkapital bereitstellt.

Umsatzerlöse

- › Die SGT Pte generiert Erlöse aus der Verwaltung des für den SGT Capital Fund II und ggf. künftigen weiteren Private Equity-Investmentvehikeln zugesagten Kapitals in Abhängigkeit der Höhe der AuM. Auf dieses Kapital werden Management-Vergütungen fällig.
- › Das Management der SGT Pte erläuterte uns, dass ein Gebührenanspruch für die AuM ab dem Zeitpunkt der Kapitalzusage („Commitment“) durch die Limited Partner besteht. Die Definition der AuM bezieht sich im vorliegenden Fall folglich auf das zugesagte Kapital („committed capital“). Es ist dabei unbeachtlich, ob das Kapital bereits abgerufen oder in Beteiligungen gebunden ist und ob diese Beteiligungen sich im Wert verändert haben.
- › Auf die zugesagten AuM erhält die SGT Pte eine Management-Vergütung in Höhe von 2,0 % p.a. (im Rahmen des Joint Venture werden durchschnittlich 1,0 % p.a. erwartet).
- › Aufgrund des direkten Bezugs der Erlöse zu den AuM wird das wirtschaftliche Ergebnis der SGT Pte primär durch die Höhe der Kapitalzusagen beeinflusst.
- › Zusätzlich plant die SGT Pte mit „Value Creation“-Umsätzen für Unternehmensberatungsleistungen an die Portfolio-Unternehmen der Fonds der SGT Pte. Nach den Erläuterungen des Managements werden diese Honorare nicht von den Fonds-Investoren, sondern von den Portfolio-Gesellschaften getragen.
- › Die Unternehmensberatungsleistungen im Zusammenhang mit Value Creation-Vergütungen sind nicht abschließend definiert und werden nach dem tatsächlichen Umfang der Beratungsleistungen z.B. auf Tagessatzbasis ermittelt. Im Schnitt erwartet das Management hieraus wachsende Umsätze auf bis zu 1,0 % p.a. der AuM im GJ24, wie im Business Plan berücksichtigt. Für Planungszwecke wird die Value Creation-Gebühr auf die AuM bezogen, obwohl kein direkter Zusammenhang besteht.

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (3/8)

Bereich	Beschreibung																																																
Umsatzerlöse	SGT Pte - Umsatzerlöse (Basisszenario)																																																
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>TEUR</th> <th>Budget GJ20</th> <th>Plan GJ21</th> <th>Plan GJ22</th> <th>Plan GJ23</th> <th>TV ab GJ24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Management Fee</td> <td>4.414</td> <td>8.706</td> <td>8.594</td> <td>8.520</td> <td>8.415</td> </tr> <tr> <td>Value Creation Fee</td> <td>552</td> <td>2.177</td> <td>3.545</td> <td>4.047</td> <td>4.208</td> </tr> <tr> <td>Eigene Erlöse</td> <td>4.965</td> <td>10.883</td> <td>12.139</td> <td>12.567</td> <td>12.623</td> </tr> <tr> <td>Management Fee</td> <td>1.103</td> <td>3.265</td> <td>4.297</td> <td>4.260</td> <td>4.208</td> </tr> <tr> <td>Value Creation Fee</td> <td>552</td> <td>1.632</td> <td>2.149</td> <td>2.130</td> <td>2.104</td> </tr> <tr> <td>Erlöse aus Kooperation</td> <td>1.655</td> <td>4.897</td> <td>6.446</td> <td>6.390</td> <td>6.312</td> </tr> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>6.621</td> <td>15.780</td> <td>18.585</td> <td>18.957</td> <td>18.935</td> </tr> </tbody> </table>	TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	Management Fee	4.414	8.706	8.594	8.520	8.415	Value Creation Fee	552	2.177	3.545	4.047	4.208	Eigene Erlöse	4.965	10.883	12.139	12.567	12.623	Management Fee	1.103	3.265	4.297	4.260	4.208	Value Creation Fee	552	1.632	2.149	2.130	2.104	Erlöse aus Kooperation	1.655	4.897	6.446	6.390	6.312	Umsatzerlöse	6.621	15.780	18.585	18.957	18.935
	TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24																																											
	Management Fee	4.414	8.706	8.594	8.520	8.415																																											
	Value Creation Fee	552	2.177	3.545	4.047	4.208																																											
	Eigene Erlöse	4.965	10.883	12.139	12.567	12.623																																											
	Management Fee	1.103	3.265	4.297	4.260	4.208																																											
	Value Creation Fee	552	1.632	2.149	2.130	2.104																																											
	Erlöse aus Kooperation	1.655	4.897	6.446	6.390	6.312																																											
	Umsatzerlöse	6.621	15.780	18.585	18.957	18.935																																											
	KPI																																																
	Ø AuM eigene Erlöse (mUSD) ^(a)	250	500	500	500	500																																											
	davon Ø investiert (mUSD)	62,5	250	412,5	475	500																																											
	Management Fee in % der AuM	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%																																											
	Value Creation Fee in % der AuM	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%																																											
	Ø AuM Erlöse aus Koop.(mUSD) ^(a)	125	375	500	500	500																																											
	Management Fee in % der AuM	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%																																											
Value Creation Fee in % der AuM	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%																																												
Quelle: Business Plan SGT Pte; Managementangaben; Analyse Ebner Stolz; Anm.: (a) Aufgrund der Umrechnung in EUR ist hier keine direkte Rückrechnung der Beträge in der Tabelle möglich.																																																	
	<ul style="list-style-type: none"> Die Tabelle zeigt die eigenen Umsatzerlöse der SGT Pte sowie die Umsatzerlöse aus der Kooperationsvereinbarung. Für weitere Details zur Kooperationsvereinbarung verweisen wir auf Abschnitt D.2. Die Umsatzerlöse der SGT Pte sind direkt abhängig von der Höhe der Kapitalzusagen. Auf die Kapitalzusagen (AuM) entfällt eine jährliche Verwaltungsgebühr in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes. Die Umsatzerlöse werden anhand der AuM für das GJ20 auf Halbjahresbasis und ab dem GJ21 auf Jahresbasis geplant. In allen Szenarien wird davon ausgegangen, dass die Kapitalbeschaffungsphase bis zum Ende des GJ21 abgeschlossen ist. Die AuM bleiben folglich ab dem GJ22 konstant. Die Systematik für die Berechnung der Verwaltungsgebühren ist auf der vorherigen Seite im Detail dargestellt. 																																																
Materialaufwand	<ul style="list-style-type: none"> Annahmegemäß fällt für die SGT Pte kein Materialaufwand an. Die bezogenen Leistungen für Personal und sonstigem Aufwand wurden für Bewertungszwecke in diesem Bericht abweichend vom Ausweis als Materialaufwand unter den entsprechenden Posten, als Personalaufwand und sonstigem betrieblichem Aufwand ausgewiesen (siehe hierzu auch Abschnitt D.1). 																																																

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (4/8)

Bereich	Beschreibung																																																																																																																																				
Personalaufwand	SGT Pte - Personalaufwand (Basisszenario)																																																																																																																																				
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>TEUR</th> <th>Budget GJ20</th> <th>Plan GJ21</th> <th>Plan GJ22</th> <th>Plan GJ23</th> <th>TV ab GJ24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Büro in USA</td> <td>221</td> <td>442</td> <td>467</td> <td>493</td> <td>511</td> </tr> <tr> <td>Frankfurt</td> <td>521</td> <td>1.043</td> <td>1.102</td> <td>1.164</td> <td>1.207</td> </tr> <tr> <td>Singapur</td> <td>446</td> <td>893</td> <td>943</td> <td>996</td> <td>1.033</td> </tr> <tr> <td>Weiterer Standort in Europa^(a)</td> <td>313</td> <td>627</td> <td>663</td> <td>700</td> <td>726</td> </tr> <tr> <td>Gehälter</td> <td>1.501</td> <td>3.004</td> <td>3.175</td> <td>3.353</td> <td>3.478</td> </tr> <tr> <td>Büro in USA</td> <td>57</td> <td>113</td> <td>120</td> <td>126</td> <td>131</td> </tr> <tr> <td>Frankfurt</td> <td>135</td> <td>270</td> <td>286</td> <td>302</td> <td>313</td> </tr> <tr> <td>Singapur</td> <td>81</td> <td>162</td> <td>171</td> <td>180</td> <td>187</td> </tr> <tr> <td>Weiterer Standort in Europa^(a)</td> <td>99</td> <td>198</td> <td>210</td> <td>221</td> <td>230</td> </tr> <tr> <td>Lohnnebenkosten</td> <td>371</td> <td>744</td> <td>786</td> <td>830</td> <td>861</td> </tr> <tr> <td>Personalaufwand</td> <td>1.872</td> <td>3.748</td> <td>3.962</td> <td>4.183</td> <td>4.339</td> </tr> <tr> <td>Anzahl Mitarbeiter</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Büro in USA</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>Frankfurt</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>Singapur</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>Weiterer Standort in Europa</td> <td>5</td> <td>5</td> <td>5</td> <td>5</td> <td>5</td> </tr> <tr> <td>Ø Personalkosten / Mitarbeiter</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Büro in USA</td> <td>277</td> <td>555</td> <td>587</td> <td>620</td> <td>643</td> </tr> <tr> <td>Frankfurt</td> <td>219</td> <td>438</td> <td>463</td> <td>489</td> <td>507</td> </tr> <tr> <td>Singapur</td> <td>176</td> <td>351</td> <td>371</td> <td>392</td> <td>407</td> </tr> <tr> <td>Weiterer Standort in Europa</td> <td>82</td> <td>165</td> <td>175</td> <td>184</td> <td>191</td> </tr> </tbody> </table>	TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	Büro in USA	221	442	467	493	511	Frankfurt	521	1.043	1.102	1.164	1.207	Singapur	446	893	943	996	1.033	Weiterer Standort in Europa ^(a)	313	627	663	700	726	Gehälter	1.501	3.004	3.175	3.353	3.478	Büro in USA	57	113	120	126	131	Frankfurt	135	270	286	302	313	Singapur	81	162	171	180	187	Weiterer Standort in Europa ^(a)	99	198	210	221	230	Lohnnebenkosten	371	744	786	830	861	Personalaufwand	1.872	3.748	3.962	4.183	4.339	Anzahl Mitarbeiter						Büro in USA	1	1	1	1	1	Frankfurt	3	3	3	3	3	Singapur	3	3	3	3	3	Weiterer Standort in Europa	5	5	5	5	5	Ø Personalkosten / Mitarbeiter						Büro in USA	277	555	587	620	643	Frankfurt	219	438	463	489	507	Singapur	176	351	371	392	407	Weiterer Standort in Europa	82	165	175	184	191
	TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24																																																																																																																															
	Büro in USA	221	442	467	493	511																																																																																																																															
	Frankfurt	521	1.043	1.102	1.164	1.207																																																																																																																															
	Singapur	446	893	943	996	1.033																																																																																																																															
	Weiterer Standort in Europa ^(a)	313	627	663	700	726																																																																																																																															
	Gehälter	1.501	3.004	3.175	3.353	3.478																																																																																																																															
	Büro in USA	57	113	120	126	131																																																																																																																															
	Frankfurt	135	270	286	302	313																																																																																																																															
	Singapur	81	162	171	180	187																																																																																																																															
	Weiterer Standort in Europa ^(a)	99	198	210	221	230																																																																																																																															
	Lohnnebenkosten	371	744	786	830	861																																																																																																																															
	Personalaufwand	1.872	3.748	3.962	4.183	4.339																																																																																																																															
	Anzahl Mitarbeiter																																																																																																																																				
	Büro in USA	1	1	1	1	1																																																																																																																															
	Frankfurt	3	3	3	3	3																																																																																																																															
	Singapur	3	3	3	3	3																																																																																																																															
	Weiterer Standort in Europa	5	5	5	5	5																																																																																																																															
	Ø Personalkosten / Mitarbeiter																																																																																																																																				
Büro in USA	277	555	587	620	643																																																																																																																																
Frankfurt	219	438	463	489	507																																																																																																																																
Singapur	176	351	371	392	407																																																																																																																																
Weiterer Standort in Europa	82	165	175	184	191																																																																																																																																
	Quelle: Business Plan SGT Pte; Managementangaben; Analyse Ebner Stolz; a) Standortentscheidung noch nicht final getroffen.																																																																																																																																				
	<ul style="list-style-type: none"> › Die Personalplanung basiert auf einer detaillierten Budgetplanung für das GJ20 in Abhängigkeit der Höhe der Kapitalzusagen der SGT Pte. Die Planung erfolgt auf Basis der einzelnen Mitarbeiter. › Die SGT Pte beschäftigt nur in geringem Umfang Mitarbeiter und bezieht Personalleistungen von lokalen Dienstleistungsgesellschaften in Deutschland, Singapur und den USA (siehe auch Abschnitt D.1). Diese belasten die Personalkosten ab dem GJ21 mit einer jährlich ansteigenden Marge zwischen 1,5 % (GJ21) und 5,0 % (ab GJ24) an die SGT Pte weiter. › Gehaltssteigerungen / Personalkostensteigerungen wurden im Rahmen der Planung ab dem GJ22 mit 5,0 % p.a. berücksichtigt. Die Sozialabgaben wurden mit der gleichen prozentualen Steigerung inflationiert. Zur Angemessenheit der geplanten Gehälter legte die GSG eine entsprechende Branchenstudie der Beratungsfirma Preqin Ltd. vor. 																																																																																																																																				

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (5/8)

Bereich	Beschreibung																																																																																										
Sonstige betriebliche Aufwendungen	SGT Pte - Sonstige betriebliche Aufwendungen (Basisszenario)																																																																																										
	<table border="1"> <thead> <tr> <th style="background-color: #333; color: white;">TEUR</th> <th>Budget GJ20</th> <th>Plan GJ21</th> <th>Plan GJ22</th> <th>Plan GJ23</th> <th>TV ab GJ24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Reisekosten</td> <td>159</td> <td>318</td> <td>330</td> <td>342</td> <td>348</td> </tr> <tr> <td>Buchhaltung, Recht, Steuern</td> <td>62</td> <td>124</td> <td>128</td> <td>133</td> <td>135</td> </tr> <tr> <td>Mietaufwendungen</td> <td>117</td> <td>234</td> <td>243</td> <td>252</td> <td>256</td> </tr> <tr> <td>Telefonkosten</td> <td>37</td> <td>73</td> <td>76</td> <td>79</td> <td>80</td> </tr> <tr> <td>IT- Notebooks, Software, Tools</td> <td>35</td> <td>71</td> <td>74</td> <td>76</td> <td>78</td> </tr> <tr> <td>Bürobedarf</td> <td>24</td> <td>48</td> <td>49</td> <td>51</td> <td>52</td> </tr> <tr> <td>Marketing</td> <td>22</td> <td>44</td> <td>46</td> <td>47</td> <td>48</td> </tr> <tr> <td>Arbeitgeber-Haftpflichtversicherung</td> <td>4</td> <td>9</td> <td>9</td> <td>9</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>Sonstige betriebl. Aufwendungen</td> <td>460</td> <td>921</td> <td>955</td> <td>989</td> <td>1.006</td> </tr> <tr> <td>Anteil in %</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Reisekosten</td> <td>34,5%</td> <td>34,5%</td> <td>34,5%</td> <td>34,5%</td> <td>34,5%</td> </tr> <tr> <td>Buchhaltung, Recht, Steuern</td> <td>13,4%</td> <td>13,4%</td> <td>13,4%</td> <td>13,4%</td> <td>13,4%</td> </tr> <tr> <td>Mietaufwendungen</td> <td>25,4%</td> <td>25,4%</td> <td>25,4%</td> <td>25,4%</td> <td>25,4%</td> </tr> <tr> <td>Telefonkosten</td> <td>8,0%</td> <td>8,0%</td> <td>8,0%</td> <td>8,0%</td> <td>8,0%</td> </tr> </tbody> </table>	TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	Reisekosten	159	318	330	342	348	Buchhaltung, Recht, Steuern	62	124	128	133	135	Mietaufwendungen	117	234	243	252	256	Telefonkosten	37	73	76	79	80	IT- Notebooks, Software, Tools	35	71	74	76	78	Bürobedarf	24	48	49	51	52	Marketing	22	44	46	47	48	Arbeitgeber-Haftpflichtversicherung	4	9	9	9	10	Sonstige betriebl. Aufwendungen	460	921	955	989	1.006	Anteil in %						Reisekosten	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	Buchhaltung, Recht, Steuern	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	Mietaufwendungen	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	Telefonkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
	TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24																																																																																					
	Reisekosten	159	318	330	342	348																																																																																					
	Buchhaltung, Recht, Steuern	62	124	128	133	135																																																																																					
	Mietaufwendungen	117	234	243	252	256																																																																																					
	Telefonkosten	37	73	76	79	80																																																																																					
	IT- Notebooks, Software, Tools	35	71	74	76	78																																																																																					
	Bürobedarf	24	48	49	51	52																																																																																					
	Marketing	22	44	46	47	48																																																																																					
	Arbeitgeber-Haftpflichtversicherung	4	9	9	9	10																																																																																					
	Sonstige betriebl. Aufwendungen	460	921	955	989	1.006																																																																																					
Anteil in %																																																																																											
Reisekosten	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%																																																																																						
Buchhaltung, Recht, Steuern	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%																																																																																						
Mietaufwendungen	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%																																																																																						
Telefonkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%																																																																																						
<i>Quelle: Business Plan SGT Pte; Managementangaben; Analyse Ebner Stolz</i>																																																																																											
<ul style="list-style-type: none"> › Die Aufwandsquote für den Planungszeitraum beträgt im Basisszenario zwischen 5,1 % (GJ22) und 6,9 % (GJ20) als Prozentsatz der Umsatzerlöse. › Wesentliche Kosten entstehen bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen für Reisekosten, Marketing, Miete und Vergütung von Drittdienstleistern. › Weitere Kosten beinhalten Equipment wie Notebooks, Telefone sowie IT-Ausstattung und Software. Diese Kosten wurden in Abhängigkeit der unterstellten Mitarbeiteranzahl je Szenario in Abhängigkeit unterschiedlich hoher Kapitalzusagen geplant. › Für die Mietaufwendungen der Büroräume an den Standorten in Deutschland (Frankfurt), den USA (Los Angeles), in der Republik Singapur und einem weiteren Standort in Europa (Standortentscheidung noch nicht final getroffen) sowie weitere nicht von der Mitarbeiteranzahl abhängige Aufwandspositionen wurden Steigerungsraten für die unterschiedlichen Szenarien der Kapitalzusagen für das Budgetjahr 2020 abgeleitet. Die Ableitung der angenommenen Steigerungsraten haben wir mit dem Planungsverantwortlichen, Herrn Dr. Marcel Normann, am 10. Juni 2020 besprochen. › Wie auch bei der Personalstellung durch die lokalen Dienstleistungsgesellschaften schließen diese etwa auch Mietverträge etc. für die SGT Pte und belasten diese Aufwendungen mit den gleichen Margen wie für den zuvor dargestellten Personalaufwand an die SGT Pte weiter. › Durch das Management der GSG wurde uns zudem eine Branchenstudie der Beratungsfirma McKinsey & Company zur Verfügung gestellt. Anhand dieser Studie konnten wir zu Benchmarkingzwecken die branchentypischen Kostenstrukturen bei Asset Managern mit denen der SGT Pte abgleichen. › Darüber hinaus wurden uns Informationen zu den historischen Aufwendungen von Private Equity-Unternehmen bereitgestellt, die in ihrer Organisations- und Kostenstruktur vergleichbar sind. Anhand dieser Informationen erachten wir die durch die SGT Pte geplanten Aufwendungen als plausibel. 																																																																																											

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (7/8)

Bereich	Beschreibung
Abschreibungen	› In der Planung sind keine Investitionen in den Geschäftsbetrieb und folglich keine Abschreibungen vorgesehen.
Verschuldungsgrad	› Das Bewertungsobjekt ist während des gesamten Planungszeitraums unverschuldet. › Aus der Bilanzplanung ergibt sich kein zusätzlicher Finanzierungsbedarf.
Außerordentliche Aufwendungen	› In der Planung werden keine außerordentlichen Aufwendungen berücksichtigt.
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	› Auskunftsgemäß besteht kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen für die SGT Pte.
Eigenkapitalanpassung	› Die SGT Pte ist im gesamten Planungszeitraum vollständig durch Eigenkapital finanziert.
Steueraufwand	› Für die in Singapur domizilierte SGT Pte fallen Ertragsteuern in Höhe des in Singapur geltenden Steuersatzes (Corporate Tax) in Höhe von 17,0 % an. › Die Bewertung wurde vor Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern erstellt (mittelbare Typisierung nach IDW S 1, Tz. 30).
Ausschüttungen	› Das bestehende Unternehmenskonzept sieht annahmegemäß eine Vollausschüttung der Erträge an die GSG vor. Eine Thesaurierung von Gewinnen auf Ebene der SGT Pte ist nicht vorgesehen. Sofern eine Ausschüttung dieser Gewinne im zweiten Schritt nicht über eine Dividende oder Aktienrückkäufe der GSG stattfindet, werden Gewinne ausschließlich auf Ebene der GSG thesauriert.

Relevante Bewertungsprämissen – originäre Ertragsplanung (8/8)

Bereich	Beschreibung
Strategie	<ul style="list-style-type: none"> › Die SGT Pte plant die Geschäftstätigkeit als Asset Manager. Für die zugrundeliegende Investitionsstrategie verweisen wir auf Abschnitt D.2. › Der Unternehmenserfolg der SGT Pte ist stark abhängig von der Höhe der Kapitalzusagen sowie langfristig von dem Erfolg der Investitionsstrategie. › Die Laufzeit des SGT Capital Fund II beträgt 10 Jahre. Von der SGT Pte angeworbene Kapitalzusagen von Investoren gelten somit für die Dauer von 10 Jahren.
Downside risk	<ul style="list-style-type: none"> › Die Umsatzerlöse sind direkt abhängig von der Höhe des durch die SGT Pte angeworbenen Kapitals. › Die Wahrscheinlichkeit der Planerreicherung hängt letztlich wesentlich von der Höhe der tatsächlichen Kapitalzusagen ab. › Ein Downside-Risiko bezüglich der Umsatzerlöse und der Ergebnisentwicklung besteht für die SGT Pte in dem Falle, dass die im Basisszenario geplanten Kapitalzusagen von insgesamt USD 1,0 Mrd. nicht erreicht werden. Die Wertentwicklung der Beteiligungen haben hingegen keinen Einfluss auf die Vergütung bzw. die Umsatzentwicklung der SGT Pte, da diese einzig von den angeworbenen Kapitalzusagen abhängig sind. › Aus dem Gespräch mit dem Management der SGT Pte haben wir verstanden, dass die Gesellschaft sich in konkreten Investorengesprächen befindet und in Bezug auf die geplanten Kapitalzusagen im Basisszenario keine Planverfehlung erwartet.
Upside potential	<ul style="list-style-type: none"> › Gegenüber dem Basisszenario, in dem (ohne das bereits vereinbarte Joint Venture) USD 500 Mio. an weiteren Kapitalzusagen an die SGT Pte geplant sind, besteht eine Upside-Chance. › Gelingt es der SGT Pte während der Kapitalbeschaffungsphase Zusagen über die USD 500 Mio. im Basisszenario hinaus zu erhalten, führt dies zu höheren Umsatzerlösen. › Aufgrund der in den AuM steigenden Erlösstruktur der SGT Pte ergibt sich ein erhebliches Upside-Potential aus höheren Kapitalzusagen.
Fazit	<ul style="list-style-type: none"> › Die geplante Ertragsentwicklung der SGT Pte erscheint grundsätzlich plausibel. Dies gilt sowohl hinsichtlich der Planungsmethodik als auch unter Würdigung der historischen Entwicklung, des Track Records der Vorgänger Private Equity Gesellschaft und der vorgelegten Unterlagen und den Erläuterungen des Managements. Wesentliche Voraussetzung ist die Gewinnung der geplanten Kapitalzusagen. › Unter der Annahme, dass die SGT Pte in der Lage ist, entsprechende Kapitalzusagen wie im Business Plan vorgesehen zu akquirieren, ist die Ertragsplanung aufgrund der über den gesamten Planungszeitraum vertraglich fixierten Verwaltungsgebühren umsatzseitig nur vergleichsweise geringen Schwankungen unterworfen. › Eine Planerreicherung für das GJ20 sieht das Management trotz Verzögerungen im Fundraising-Prozess aufgrund der Corona-Pandemie weiterhin als realistisch an. › Zu beachten ist, dass Ebner Stolz auftragsgemäß keine Einschätzung zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen hat. Inwieweit dieses auf die geplanten Ergebnisse wirkt, können wir nicht einschätzen.

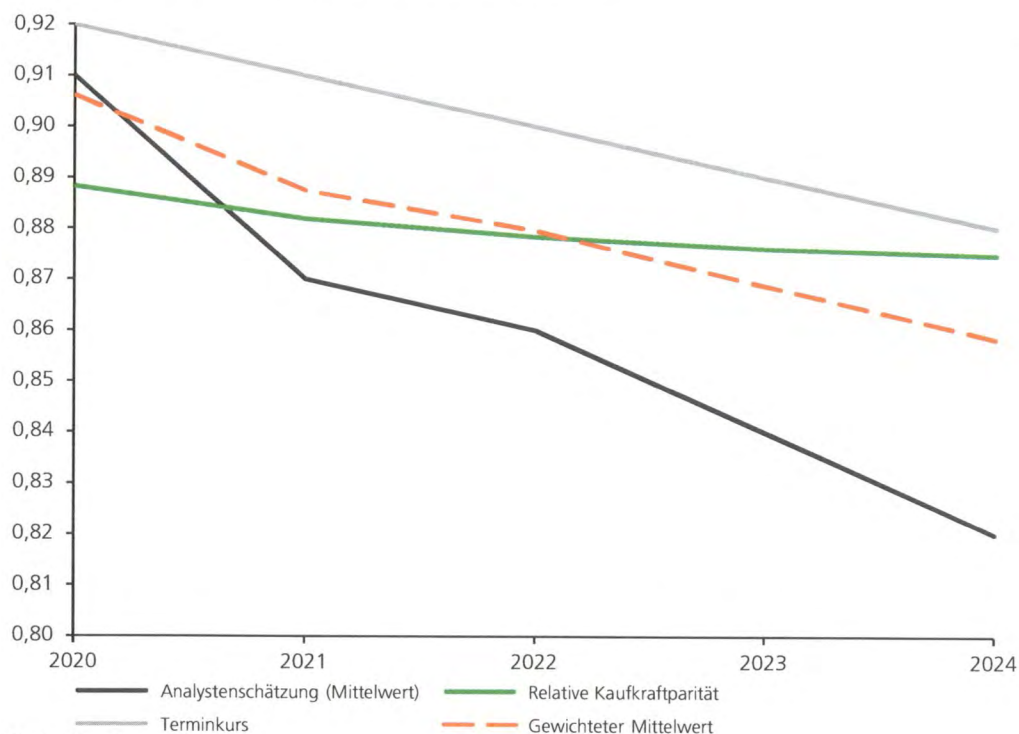
Berücksichtigung von Wechselkursen in der Planung

Schätzungen zur Wechselkursentwicklung – USD/EUR

	Schätzung				
	2020	2021	2022	2023	2024
Analystenschätzung (Mittelwert)	0,8850	0,8600	0,8400	0,8300	0,8100
Terminkurs	0,8750	0,8700	0,8600	0,8500	0,8400
Relative Kaufkraftparität	0,8882	0,8818	0,8782	0,8759	0,8746
Gewichteter Mittelwert	0,8827	0,8706	0,8594	0,8520	0,8415

Quelle: Bloomberg L.P.; Stichtag: 15. Juli 2020

Schätzungen zur Wechselkursentwicklung – USD/EUR



Quelle: Bloomberg L.P.

15. Juli 2020

Erläuterung

- › Im Rahmen unserer Unternehmensbewertung für die SGT Pte haben wir von der Gesellschaft einen Business Plan für den Zeitraum GJ20 bis GJ24 erhalten.
- › Diese Planung wurde durch die Gesellschaft in US-Dollar erstellt und musste daher zum Zweck unserer Bewertung und der Ableitung eines, wie für die GSG auf EUR lautenden Unternehmenswertes durch uns in eine EUR-Planung überführt werden.
- › Um die vorliegende USD-Planung in eine auf EUR lautende Planung zu überführen, ist eine Erwartungsbildung für die zukünftige Wechselkursentwicklung über den Zeitraum GJ20 bis GJ24 notwendig.
- › Zur Fremdwährungsumrechnung wird zwischen dem Fremdwährungsansatz (direkte Methode) und dem Referenzwährungsansatz (indirekte Methode) unterschieden:
 - Beim Fremdwährungsansatz erfolgt eine Bewertung auf Basis der Zahlungsströme in Fremdwährung (USD). Der in Fremdwährung abgeleitete Unternehmenswert (USD) wird anschließend in EUR umgerechnet.
 - Im Referenzwährungsansatz erfolgt hingegen eine Umrechnung der originären Zahlungsströme (USD) in die relevante Währung (EUR), sodass sich ein Unternehmenswert in EUR aus der Bewertung ergibt. Wir haben im Rahmen unserer Bewertung den Referenzwährungsansatz gewählt.
- › Für den Prognosezeitraum GJ20 bis GJ24 haben wir zur Umrechnung der Planung jeweils den gewichteten Wechselkurs verwendet, der sich aus Mittelwert der Analystenschätzung, Terminkurs und der relativen Kaufkraftparität (Stichtag bis 15. Juli 2020) ergibt.
 - Die verwendeten Analystenschätzungen haben wir aus Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. für den Zeitraum GJ20 bis GJ24 abgeleitet. Uns standen Schätzungen von insgesamt 77 Analysten zur Verfügung. Von diesen 77 Schätzungen wurden jedoch lediglich von 10 Analysten durchgängig Schätzungen erstellt.
 - Die Terminkurse für die entsprechenden Zeiträume haben wir ebenfalls auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. abgeleitet.
 - Bei der Prognose mittels relativer Kaufkraftparität werden die Inflationserwartungen beider Währungsräume ins Verhältnis gesetzt und der daraus abgeleitete Faktor auf den aktuellen Kassakurs angewendet.

D

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2	Bewertungsprämissen	48
3	Kapitalkosten	60
4	Ertragswertableitung	64
5	Börsen-Multiplikatoren	66
6	Wertbandbreite Unternehmenswert	69

Verwendete Peer Group-Unternehmen zur Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos

Bereich	Beschreibung																																																	
Peer Group und Ableitung des Betafaktors	<ul style="list-style-type: none"> Der zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes verwendete Betafaktor wurde aus einer Vergleichsgruppe (sogenannten Peer Group) börsennotierter Unternehmen, die hinsichtlich des Tätigkeitsspektrums als auch hinsichtlich der Marktbearbeitung ein möglichst ähnliches Profil wie das zu bewertende Unternehmen aufweisen, herangezogen. Die zur Bewertung der SGT Pte verwendete Peer Group setzt sich wie folgt zusammen: <p>Betafaktoren: 2-Jahre wöchentliche Renditen und 5-Jahre monatliche Renditen</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Peer Group Unternehmen</th> <th>Index</th> <th>Betafaktor levered 2 J.</th> <th>Betafaktor levered 5 J.</th> <th>Betafaktor unlev. 2 J.</th> <th>Betafaktor unlev. 5 J.</th> <th>Betafaktor unlev. Ø</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Apollo Global Management Inc</td> <td>SPX</td> <td>1,64</td> <td>1,67</td> <td>1,46</td> <td>1,48</td> <td>1,47</td> </tr> <tr> <td>Blackstone Group Inc</td> <td>SPX</td> <td>1,38</td> <td>1,43</td> <td>1,11</td> <td>1,11</td> <td>1,11</td> </tr> <tr> <td>KKR & Co Inc -A</td> <td>SPX</td> <td>1,51</td> <td>1,55</td> <td>0,92</td> <td>0,98</td> <td>0,95</td> </tr> <tr> <td>Partners Group Holding AG</td> <td>SPX</td> <td>1,29</td> <td>1,16</td> <td>1,29</td> <td>1,16</td> <td>1,23</td> </tr> <tr> <td>Mittelwert</td> <td></td> <td>1,46</td> <td>1,45</td> <td>1,19</td> <td>1,18</td> <td>1,19</td> </tr> <tr> <td>Median</td> <td></td> <td>1,45</td> <td>1,49</td> <td>1,20</td> <td>1,14</td> <td>1,17</td> </tr> </tbody> </table> <p>Quelle: Bloomberg L.P.</p> <ul style="list-style-type: none"> Bei der Erstellung der Peer Group wurden Unternehmen mit einem zur SGT Pte. vergleichbaren Geschäftsmodell herangezogen. Weiterhin wurde die Peer Group hinsichtlich der Aktienliquidität mit Hilfe des jeweiligen Bid-Ask-Spreads als auch anhand der statistischen Signifikanz überprüft. Dabei ist eines der genannten Unternehmen (EQT AB, Beschreibung siehe Anhang) aus der Peer Group ausgeschieden, da für das Unternehmen keine ausreichende Datenhistorie vorlag. Als Peer Group-Unternehmen wurden Investmentgesellschaften verwendet. Nähere Informationen zu der Peer Group sind im Anhang enthalten. Die abgeleitete Peer Group haben wir zusätzlich mit dem Management der SGT Pte hinsichtlich ihrer Eignung diskutiert. Wir haben zur Ableitung des Betafaktors Daten vom 10. Juli 2020 herangezogen. Dabei wurde zur Ermittlung des unternehmensspezifischen, systematischen Risikos, der Betafaktor der Peer Group-Unternehmen um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko der Vergleichsunternehmen bereinigt (sogenanntes „unlevern“). Für die SGT Pte wurde gutachtlich ein unverschuldeter Betafaktor von 1,15 abgeleitet. 	Peer Group Unternehmen	Index	Betafaktor levered 2 J.	Betafaktor levered 5 J.	Betafaktor unlev. 2 J.	Betafaktor unlev. 5 J.	Betafaktor unlev. Ø	Apollo Global Management Inc	SPX	1,64	1,67	1,46	1,48	1,47	Blackstone Group Inc	SPX	1,38	1,43	1,11	1,11	1,11	KKR & Co Inc -A	SPX	1,51	1,55	0,92	0,98	0,95	Partners Group Holding AG	SPX	1,29	1,16	1,29	1,16	1,23	Mittelwert		1,46	1,45	1,19	1,18	1,19	Median		1,45	1,49	1,20	1,14	1,17
	Peer Group Unternehmen	Index	Betafaktor levered 2 J.	Betafaktor levered 5 J.	Betafaktor unlev. 2 J.	Betafaktor unlev. 5 J.	Betafaktor unlev. Ø																																											
	Apollo Global Management Inc	SPX	1,64	1,67	1,46	1,48	1,47																																											
	Blackstone Group Inc	SPX	1,38	1,43	1,11	1,11	1,11																																											
	KKR & Co Inc -A	SPX	1,51	1,55	0,92	0,98	0,95																																											
	Partners Group Holding AG	SPX	1,29	1,16	1,29	1,16	1,23																																											
	Mittelwert		1,46	1,45	1,19	1,18	1,19																																											
	Median		1,45	1,49	1,20	1,14	1,17																																											

Ableitung des Wachstumsabschlages

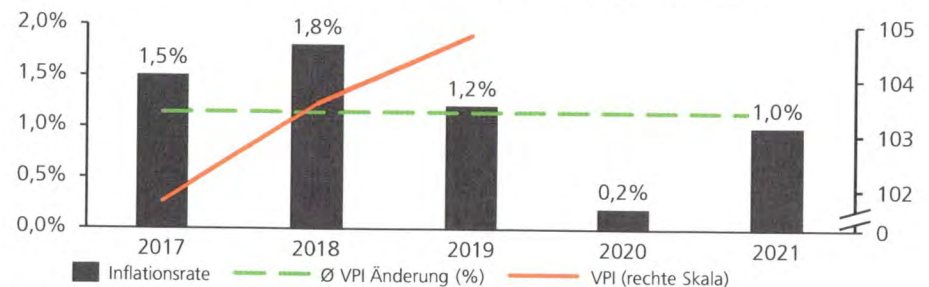
Hintergrund

- › Es ist davon auszugehen, dass die Kapitalmarktrendite einen Ausgleich für die Geldentwertung enthält. Deshalb sind beim Vergleich von Kapitalmarktrendite und Rendite aus Unternehmensgewinnen die unterschiedlichen Auswirkungen von Inflationseinflüssen zu berücksichtigen. Der in der Kapitalmarktrendite enthaltene Ausgleich für die Geldentwertung folgt mittelfristig weitgehend der Entwicklung der Inflationsrate.
- › Da die Entwicklung der Unternehmensgewinne jedoch wesentlich von der Markt- und Konkurrenzsituation, regulatorischen Rahmenbedingungen und internen Kostenentwicklungen abhängt, ist nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass die Unternehmensgewinne automatisch mit der Inflationsrate wachsen.
- › Entscheidend im Rahmen der Unternehmensbewertung ist damit nicht die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate, sondern die unternehmensspezifische effektive Teuerungsrate (Tschöpel et al., WPg 2010, S. 349ff.).
- › Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist vom Kapitalisierungszinssatz ein sogenannter „Wachstumsabschlag“ abzuziehen. Die Höhe des Wachstumsabschlages bringt zum Ausdruck, welches Wachstum für das betrachtete Unternehmen nachhaltig zu erwarten ist.
- › Während das erwartete Unternehmenswachstum während der Detailplanungsphase zwischen dem GJ20 und dem GJ23 über die erwartete Entwicklung der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert wird, ist für die Phase der ewigen Rente ab dem GJ24 eine Annahme eines nachhaltigen Wachstums notwendig.
- › Dieses nachhaltige Wachstum des Einzelunternehmens lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.
- › Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschlüsse ist die durchschn. Preissteigerung im Euroraum (Referenzwährung für Zahlungsströme). Die Inflationsrate wird unter Bezugnahme auf den Verbraucherpreisindex in den drei Jahren vor dem Bewertungsstichtag bzw. die zukünftigen Inflationserwartungen für den Euroraum wie folgt angegeben:
- › Historische Entwicklung
 - › Betrachtet man den Zeitraum von Januar 2017 bis Dezember 2019, ergibt sich laut Eurostat eine jährliche Steigerung der Verbraucherpreise (VPI) um rund 1,5 %. Der VPI steigt von 101,8 im Jahr 2017 auf einen Wert von 104,8 im Jahr 2019.
 - › Die Inflationsrate fiel gemäß des Internationalen Währungsfonds (IWF) von 1,8 % im Jahr 2018 auf 0,2 % im Jahr 2020.

› Prognostizierte Entwicklung

- › Bei Eurostat liegen keine Prognosen für die Folgejahre 2020 und 2021 vor.
- › Aufgrund von Unsicherheiten in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Zusammenhang mit der Corona-Krise und ihren Auswirkungen prognostiziert der IWF die Inflation im letzten World Economic Outlook zum April 2020 nur noch bis 2021 auf 1,0 %.
- › Grundsätzlich ist für die Einschätzung zum zukünftigen Wachstum des Bewertungsobjektes neben der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auch der jeweilige Brancheneinfluss zu berücksichtigen. Da die SGT Pte als Investor in unterschiedliche Branchen jedoch keinem eindeutigen Brancheneinfluss unterworfen ist, kann vorliegend auf die gesamtwirtschaftlichen Inflationsprognosen abgestellt werden.
- › Eine Untersuchung von Widmann et al. (FB 2003, S. 800 ff.) zeigt, dass das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Inflationsrate beträgt.
- › Hiernach ergibt sich im Rahmen unserer Unternehmensbewertung bei einer durchschnittlichen Inflationsrate (2017-2019) von 1,1 % für die SGT Pte ein Wachstumsabschlag für die ewige Rente in Höhe von 0,55 %.
- › Durch die aktuelle Corona-Pandemie sind für den Zeitraum nach dem Jahr 2021 aktuell keine verlässlichen Inflationsprognosen verfügbar. Langfristig ist jedoch zu erwarten, dass die Inflationsraten wieder ansteigen und sich dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von unter, aber nahe 2,0 % p.a. annähern.
- › Gutachtlich haben wir daher einen Wachstumsabschlag von 0,75 % angesetzt.

Inflationsrate und Verbraucherpreisindex (2015 = 100) 2017 – 2021



Quelle: IWF; Eurostat

D

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2	Bewertungsprämissen	48
3	Kapitalkosten	60
4	Ertragswertableitung	64
5	Börsen-Multiplikatoren	66
6	Wertbandbreite Unternehmenswert	69

Der Ertragswert der SGT Pte beträgt TEUR 151.680 zum 7. August 2020

Bereich	Beschreibung
Ableitung des Ertragswerts der SGT Pte	Berechnung des Ertragswerts zum 7. August 2020 (Basisszenario)
	SGT Capital Pte. Ltd.
	TEUR
	Jahresüberschuss
	Wachstumsbedingte Thesaurierung
	Nettoeinnahmen
	Barwerte jeweils zum 31. Dezember
	Zwischensumme Kapitalisierung
	Kapitalisierungszinssatz
	Barwertfaktor
	Barwerte zum jeweils zum 1. Januar
	Ertragswert zum 1. Januar 2020
	x Aufzinsungsfaktor
	Ertragswert zum 7. August 2020
Quelle: Analysen Ebner Stolz	
<ul style="list-style-type: none"> › Aus den sich in der Planung ergebenden Jahresüberschüssen wurden unter Berücksichtigung der Wachstumsthesaurierung in der ewigen Rente die Nettoeinnahmen für die SGT Pte abgeleitet. › Die indicative Unternehmenswertermittlung erfolgte vor Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern (mittelbare Typisierung nach IDW S 1, Tz. 30). › Die abgeleiteten Nettoeinnahmen der SGT Pte wurden mit den risikoadjustierten Eigenkapitalkosten diskontiert. Für die Ableitung der risikoadjustierten Eigenkapitalkosten der SGT Pte verweisen wir auf Abschnitt D.3. › Für die ewige Rente legen wir einen Wachstumsabschlag von 0,75 % zugrunde. › Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte indicative Unternehmenswert für die SGT Pte beläuft sich zum 1. Januar 2020 auf TEUR 141.930. Der Wert wurde auf den Bewertungsstichtag zum 7. August 2020 aufgezinst. Hieraus ergibt sich ein indicativer Ertragswert zum 7. August 2020, der dem Unternehmenswert der SGT Pte entspricht, in Höhe von rund TEUR 148.679. 	

D

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2	Bewertungsprämissen	48
3	Kapitalkosten	60
4	Ertragswertableitung	64
5	Börsen-Multiplikatoren	66
6	Wertbandbreite Unternehmenswert	69

Ableitung von Börsenmultiplikatoren für die SGT Pte

Bereich	Beschreibung	Erläuterungen			
Börsen-Multiplikatoren	AuM - Multiples				
	Peer Group Unternehmen	GJ18	GJ19	GJ20	Mittelwert
	Apollo Global Management Inc	0,0628x	0,0542x	0,0995x	0,0722x
	Blackstone Group Inc	0,1163x	0,1326x	0,1398x	0,1296x
	KKR & Co Inc	0,3188x	0,2976x	0,3130x	0,3098x
	Partners Group Holding AG	0,3031x	0,2591x	0,2384x	0,2669x
	Minimum	0,0628x	0,0542x	0,0995x	0,0722x
	Mittelwert	0,2003x	0,1859x	0,1977x	0,1946x
	Median	0,2097x	0,1959x	0,1891x	0,1982x
	Maximum	0,3188x	0,2976x	0,3130x	0,3098x
Quelle: Bloomberg L.P., Analysen Ebner Stolz					

- › IDW S 1 (Tz. 143) sieht neben der Bewertung mittels kapitalwertorientierter Bewertungsverfahren eine Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand des Multiplikatorverfahrens vor.
- › Die Peer Group für die Ermittlung von Börsenmultiplikatoren ist identisch mit der Peer Group zur Ableitung des Betafaktors.
- › Hierzu haben wir auf Börsen-Multiplikatoren für den Unternehmenswert im Verhältnis zu den AuM von vergleichbaren Asset Managern und Investoren zurückgegriffen.
- › Da sich die Vergütung von Asset Management-Unternehmen auf die Höhe deren AuM bezieht, sind die AuM wesentlicher Treiber für die generierten Umsatzerlöse aus Einkommen durch Verwaltungsgebühren auf die AuM.
- › Für die Bewertung von Unternehmen aus dem Bereich des Asset Managements ist es daher üblich, den Marktwert dieser Unternehmen auf deren AuM zu beziehen.
- › Die nebenstehenden Multiplikatoren zeigen für die Peer Group Unternehmen das Verhältnis aus Unternehmenswert zur Höhe der AuM.
- › Um mögliche Verzerrungen aus einer Stichtagsbetrachtung zu vermeiden, wurde der Mittelwert über die GJ18-GJ20 verwendet. Wesentliche Abweichungen zur Stichtagsbetrachtung bestehen nicht.
- › Die Basis für die Peer Group der SGT Pte bilden Unternehmen, die hinsichtlich ihres Geschäftsmodells als zur SGT Pte anzusehen sind. Die Peer Group Unternehmen haben wir zudem mit dem Management der GSG und der SGT Pte diskutiert.
- › Eine detaillierte Beschreibung der einzelnen Peer Group Unternehmen findet sich in Anlage 2 zu diesem Bericht.

Plausibilisierung des Ertragswertes anhand von Börsen-Multiplikatoren

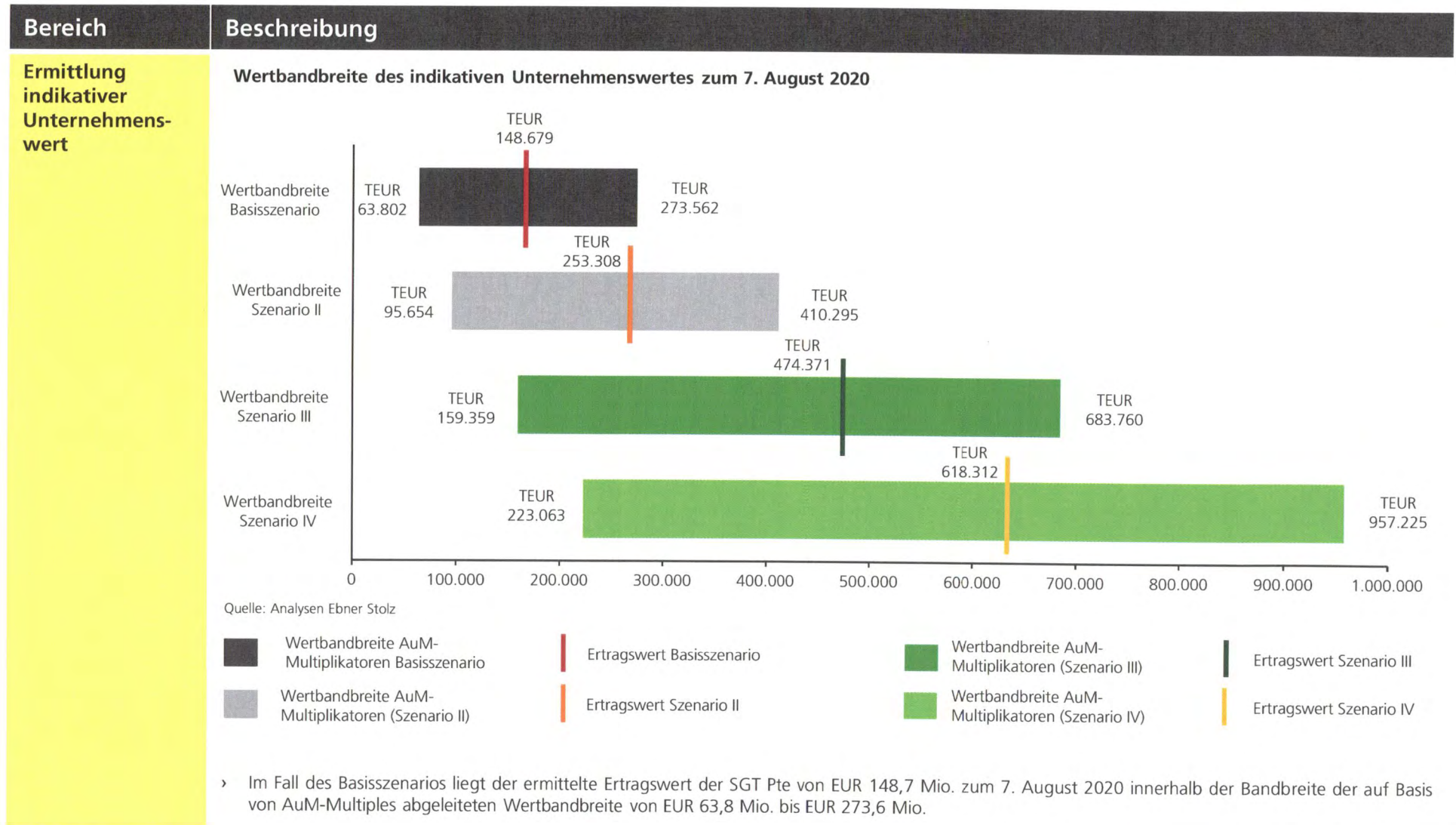
Bereich	Beschreibung	
Plausibilisierung des Ertragswertverfahrens	Marktwert des Eigenkapitals auf Basis von AuM-Multiples - Basisszenario	
	SGT Pte	TEUR
	AuM - SGT Pte	882.738
	AuM - Multiples	
	Minimum	0,0722x
	Mittelwert	0,1946x
	Maximum	0,3098x
	Marktwert des Gesamtunternehmens	
	Minimum	63.705
	Mittelwert	171.780
	Maximum	273.465
	Nettofinanzposition	
	./. zinstragende Verbindlichkeiten	0
	+ liquide Mittel	97
	Marktwert des Eigenkapitals	
Minimum	63.802	
Mittelwert	171.877	
Maximum	273.562	
	Quelle: Bloomberg L.P., Analysen Ebner Stolz	
	<ul style="list-style-type: none"> › Die aus der Peer Group ermittelten AuM-Multiplikatoren befinden sich in einer Bandbreite von 0,0722 und 0,3098. Zur Ableitung des indikativen Unternehmenswertes wurden als Bezugsgröße die AuM der SGT Pte im Basisszenario (inkl. Kooperation) von USD 1.000 Mio. verwendet. Die AuM aus der Kooperation wurden mit dem gewichteten Wechselkurs, der sich aus den Analystenschätzungen, Terminkursen und der relativen Kaufkraftparitätenmethode für das Jahr 2020 ergibt (Wechselkurs USD/EUR 0,8827), umgerechnet. Die Bezugsgröße beträgt nach Umrechnung EUR 882,7 Mio. › Die Bandbreite für den Unternehmenswert der SGT Pte anhand der AuM-Multiples liegt im Basisszenario zwischen EUR 63,7 Mio. und EUR 273,5 Mio. › Die hieraus ermittelte Bandbreite des Marktwertes des Eigenkapitals liegt nach Hinzurechnung der Nettofinanzposition in Höhe von TEUR 97 zwischen EUR 63,8 Mio. und EUR 273,6 Mio. 	

D

Erläuterung zur Unternehmensbewertung der SGT Pte

1	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	43
2	Bewertungsprämissen	48
3	Kapitalkosten	60
4	Ertragswertableitung	64
5	Börsen-Multiplikatoren	66
6	Wertbandbreite Unternehmenswert	69

Wertbandbreite des indikativen Unternehmenswertes



E

Ableitung Austauschverhältnis

Ableitung eines Austauschverhältnisses

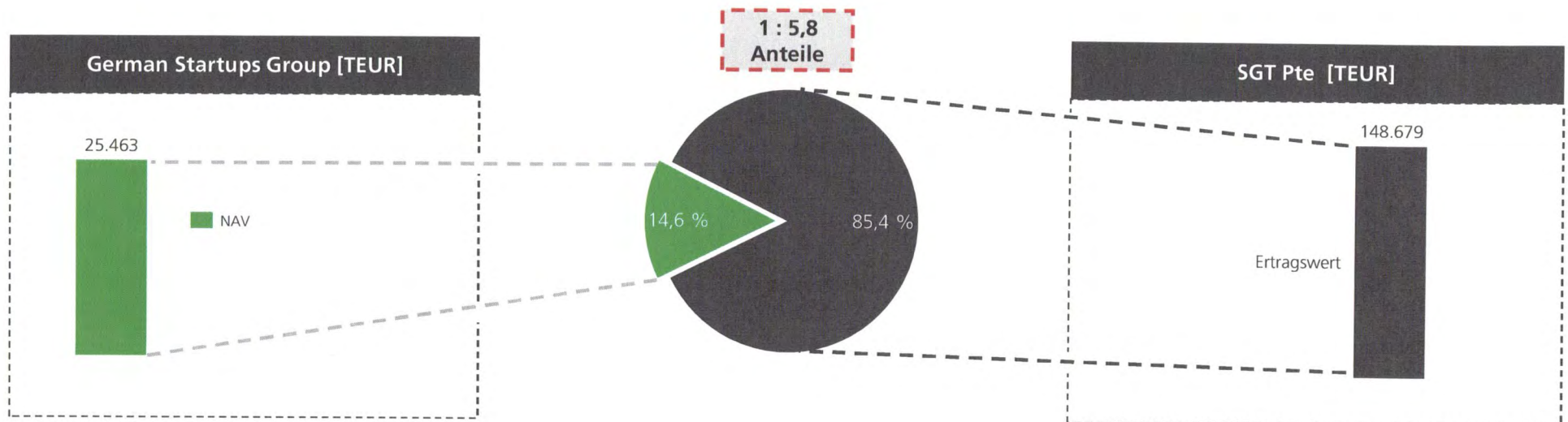
Ertragswerte und Austauschverhältnisse zum 7. August 2020

Szenario	NAV GSG TEUR	Ertragswert SGT TEUR	Wertverhältnis GSG : SGT
Basisszenario	25.463	148.679	1 : 5,8
Szenario II	25.463	253.308	1 : 9,9
Szenario III	25.463	474.371	1 : 18,6
Szenario IV	25.463	618.312	1 : 24,3

Quelle: Analyse Ebner Stolz

Erläuterungen

- › Das Management der GSG hat uns im Zuge der geplanten Transaktion mit der Ableitung eines angemessenen Austauschverhältnisses beauftragt.
- › Bezogen auf den Bewertungsstichtag 7. August 2020 ergibt sich für die GSG ein nach dem NAV-Verfahren ermittelter Unternehmenswert in Höhe von TEUR 25.463. Das entspricht einem Wert je GSG-Aktie von EUR 2,35.
- › Der Ertragswert zum 7. August 2020 wurde für die SGT Pte mit einem Wert in Höhe von TEUR 148.679 für das Basisszenario ermittelt. Daraus ergibt sich, dass auf die 51 Mio. GSG-Aktien, die im Basisszenario ausgegeben werden, ein Wert von EUR 2,92 geleistet wird und damit ein über dem Wert einer bestehenden GSG-Aktie liegender Wert.



F

Zusammenfassung

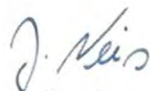
Zusammenfassung

Schlussbemerkung und Ergebnis

- › Das Management der GSG hat uns mit Schreiben vom 25. Februar 2020 mit der Erstellung einer objektivierten indikativen Unternehmensbewertung für die German Startups Group GmbH & Co. KGaA, Berlin, sowie die SGT Capital Pte. Ltd., Singapur, zwecks Ermittlung eines angemessenen Austauschverhältnisses beauftragt, welches wir zum 7. August 2020 ermittelt haben.
- › Auftragsgemäß erfolgte die Ermittlung der objektivierten indikativen Unternehmenswerte in Anlehnung an die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1. Für die German Startups Group GmbH & Co. KGaA haben wir nach dem Net Asset Value-Verfahren einen objektivierten indikativen Unternehmenswert in Höhe von TEUR 25.463 bestimmt. Nach dem Ertragswertverfahren haben wir einen objektivierten indikativen Unternehmenswert für die SGT Capital Pte. Ltd. in Höhe von TEUR 148.679 für das Basisszenario ermittelt.

Köln, 15. Juli 2020

Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft



Jörg Neis

Wirtschaftsprüfer Steuerberater



Florian Leis

Wirtschaftsprüfer Steuerberater

G

Anhang

1	Allgemeine Auftragsbedingungen	75
2	Szenarioanalyse	77
3	Peer Group	84

1. Allgemeine Auftragsbedingungen

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

Draft

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstigen Aufträgen. Soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung und Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischer Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Angabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftsquellen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Zusätze und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Strenge der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote zur Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die er mit ihm verbundene Unternehmen, seiner Netzwerkkollegen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen ist, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwurfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es in Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer beruflichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nachbesserung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unrechtmäßiger Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nachbesserung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten. Ist der Auftrag nicht von einem Vertrauter erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlägen, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nachbesserung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu beobachten, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Einseitigkeit des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründet, bei einem fahrlässig verursachten ernstem Schadenfall gemäß § 64a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 5 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer aus gegenüber Dritten zu.

(4) Laufen mehrere Anspruchsteller aus, so ist mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers nur, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

Draft

(5) Ein einzelner Schadenfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadenfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Jede gilt mehrmals auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Abkehrung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schriftlichen Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Einseitigkeit des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründet. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüft und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagerbericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

(2) Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle mit schriftlicher Einmütigkeit des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(3) Willmüß der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(4) Der Auftraggeber hat Anspruch auf förmliche Berichtsunterlagen. Weitere Aufwertungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfsleistungen in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen, dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in der Vertragsdauer laufende Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögenssteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorliegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veroffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarung die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatungsvorgangsvorgang für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Erbschaftsteuer und Vermögenssteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für:

- a) die Bearbeitung einmalig anteiliger Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,
 - b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
 - c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhungen und -herabsetzung, Gewinnung, Erhritt und Ausschüssen eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
 - d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeigepflichten und Dokumentationspflichten.
- (7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuererklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden Umsatzsteuerrechtlichen Vorgängen wahrgenommen sind. Eine Gewähr für die vollständige Erhebung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschläge auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber hatten als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbeschränkter oder rechtskräftig besiegelten Forderungen zulässig.

14. Streitbeilegungsverfahren

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

15. Anzuwendendes Recht

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

G

Anhang

1	Allgemeine Auftragsbedingungen	75
2	Szenarioanalyse	77
3	Peer Group	84

3. SGT Pte – Szenarioanalyse auf DCF-Basis – Szenario II

SGT Pte - GuV (Szenario II)

TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	CAGR 21-24
Umsatzerlöse	7.172	22.309	30.724	31.523	31.558	12,3%
Personalaufwand	-1.872	-4.123	-6.414	-6.774	-7.025	19,4%
Sonstiger Aufwand	-460	-724	-995	-1.031	-1.048	13,1%
EBITDA	4.840	17.462	23.315	23.719	23.484	10,4%
Abschreibung	0	0	0	0	0	n/a
EBIT	4.840	17.462	23.315	23.719	23.484	10,4%
Finanzergebnis	0	0	0	0	0	n/a
EBT	4.840	17.462	23.315	23.719	23.484	10,4%
Ertragsteuern	-823	-2.969	-3.964	-4.033	-3.993	10,4%
Jahresergebnis	4.017	14.493	19.351	19.686	19.491	10,4%
KPIs in % der Umsatzerlöse						Δ 21-24
Personalaufwand	-26,1%	-18,5%	-20,9%	-21,5%	-22,3%	-3,8 pp
Sonstiger Aufwand	-6,4%	-3,2%	-3,2%	-3,3%	-3,3%	-0,1 pp
EBITDA	67,5%	78,3%	75,9%	75,2%	74,4%	-3,9 pp
Jahresergebnis	56,0%	65,0%	63,0%	62,4%	61,8%	-3,2 pp
KPIs in Abhängigkeit der AuM						
Umsatz / AuM	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	
AuM / FTE ^(a)	31.250	90.000	115.385	115.385	115.385	

Berechnung des Ertragswerts zum 7. August 2020 (Szenario II)

SGT Capital Pte. Ltd.	Phase I				Phase II
TEUR	GJ20	GJ21	GJ22	GJ23	GJ24ff.
Jahresüberschuss	4.017	14.493	19.351	19.686	19.491
Wachstumsbedingte Thesaurierung	0	0	0	0	-1
Nettoeinnahmen	4.017	14.493	19.351	19.686	19.491
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	257.258	263.475	265.334	267.007	
Zwischensumme Kapitalisierung	261.275	277.967	284.684	286.693	19.491
Kapitalisierungszinssatz	8,05%	8,05%	8,05%	8,05%	7,30%
Barwertfaktor	0,93	0,86	0,79	0,73	13,70
Barwerte zum jeweils zum 1. Januar	241.810	238.092	225.678	210.338	266.997
Ertragswert zum 1. Januar 2020	241.810				
x Aufzinsungsfaktor	1,05				
Ertragswert zum 7. August 2020	253.308				

3. SGT Pte – Szenarioanalyse auf DCF-Basis – Szenario III

SGT Pte - GuV (Szenario III)

TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	CAGR 21-24
Umsatzerlöse	12.689	39.722	55.002	56.657	56.804	12,7%
Personalaufwand	-1.872	-6.058	-10.310	-10.887	-11.291	23,1%
Sonstiger Aufwand	-460	-983	-1.516	-1.570	-1.598	17,6%
EBITDA	10.357	32.680	43.177	44.199	43.915	10,4%
Abschreibung	0	0	0	0	0	n/a
EBIT	10.357	32.680	43.177	44.199	43.915	10,4%
Finanzergebnis	0	0	0	0	0	n/a
EBT	10.357	32.680	43.177	44.199	43.915	10,4%
Ertragsteuern	-1.761	-5.556	-7.341	-7.514	-7.466	10,4%
Jahresergebnis	8.596	27.124	35.836	36.685	36.449	10,4%
KPIs in % der Umsatzerlöse						Δ 21-24
Personalaufwand	-14,8%	-15,3%	-18,7%	-19,2%	-19,9%	-4,6 pp
Sonstiger Aufwand	-3,6%	-2,5%	-2,8%	-2,8%	-2,8%	-0,3 pp
EBITDA	81,6%	82,3%	78,5%	78,0%	77,3%	-5,0 pp
Jahresergebnis	67,7%	68,3%	65,2%	64,8%	64,2%	-4,1 pp
KPIs in Abhängigkeit der AuM						
Umsatz / AuM	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	
AuM / FTE ^(a)	52.083	110.294	113.636	113.636	113.636	

Berechnung des Ertragswerts zum 7. August 2020 (Szenario III)

SGT Capital Pte. Ltd.	Phase I				Phase II
TEUR	GJ20	GJ21	GJ22	GJ23	GJ24ff.
Jahresüberschuss	8.596	27.124	35.836	36.685	36.449
Wachstumsbedingte Thesaurierung	0	0	0	0	-1
Nettoeinnahmen	8.596	27.124	35.836	36.685	36.449
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	480.696	492.268	496.060	499.307	
Zwischensumme Kapitalisierung	489.292	519.392	531.896	535.993	36.449
Kapitalisierungszinssatz	8,05%	8,05%	8,05%	8,05%	7,30%
Barwertfaktor	0,93	0,86	0,79	0,73	13,70
Barwerte zum jeweils zum 1. Januar	452.839	444.883	421.650	393.242	499.297
Ertragswert zum 1. Januar 2020	452.839				
x Aufzinsungsfaktor	1,05				
Ertragswert zum 7. August 2020	474.371				

3. SGT Pte – Szenarioanalyse auf DCF-Basis – Szenario IV

SGT Pte - GuV (Szenario IV)

TEUR	Budget GJ20	Plan GJ21	Plan GJ22	Plan GJ23	TV ab GJ24	CAGR 21-24
Umsatzerlöse	18.206	57.134	79.281	81.790	82.051	12,8%
Personalaufwand	-1.872	-10.912	-20.082	-21.207	-21.995	26,3%
Sonstiger Aufwand	-460	-1.728	-3.015	-3.123	-3.177	22,5%
EBITDA	15.874	44.494	56.184	57.460	56.879	8,5%
Abschreibung	0	0	0	0	0	n/a
EBIT	15.874	44.494	56.184	57.460	56.879	8,5%
Finanzergebnis	0	0	0	0	0	n/a
EBT	15.874	44.494	56.184	57.460	56.879	8,5%
Ertragsteuern	-2.699	-7.564	-9.552	-9.769	-9.670	8,5%
Jahresergebnis	13.175	36.930	46.632	47.691	47.209	8,5%
KPIs in % der Umsatzerlöse						Δ 21-24
Personalaufwand	-10,3%	-19,1%	-25,3%	-25,9%	-26,8%	-7,7 pp
Sonstiger Aufwand	-2,5%	-3,0%	-3,8%	-3,8%	-3,9%	-0,8 pp
EBITDA	87,2%	77,9%	70,9%	70,3%	69,3%	-8,6 pp
Jahresergebnis	72,4%	64,6%	58,8%	58,3%	57,5%	-7,1 pp
KPIs in Abhängigkeit der AuM						
Umsatz / AuM	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	
AuM / FTE ^(a)	72.917	111.702	100.000	100.000	100.000	

Berechnung des Ertragswerts zum 7. August 2020 (Szenario IV)

SGT Capital Pte. Ltd.	Phase I				Phase II
TEUR	GJ20	GJ21	GJ22	GJ23	GJ24ff.
Jahresüberschuss	13.175	36.930	46.632	47.691	47.209
Wachstumsbedingte Thesaurierung	0	0	0	0	-1
Nettoeinnahmen	13.175	36.930	46.632	47.691	47.208
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	624.585	637.935	642.657	646.699	
Zwischensumme Kapitalisierung	637.760	674.864	689.288	694.390	47.208
Kapitalisierungszinssatz	8,05%	8,05%	8,05%	8,05%	7,30%
Barwertfaktor	0,93	0,86	0,79	0,73	13,70
Barwerte zum jeweils zum 1. Januar	590.246	578.052	546.420	509.454	646.689
Ertragswert zum 1. Januar 2020	590.246				
x Aufzinsungsfaktor	1,05				
Ertragswert zum 7. August 2020	618.312				

3. SGT Pte – Szenarioanalyse auf Basis von AuM-Multiples – Szenario II

Marktwert des Eigenkapitals auf Basis von AuM-Multiples

SGT Pte	TEUR
AuM - SGT Pte	1.324.107
AuM - Multiples	
Minimum	0,0722x
Mittelwert	0,1946x
Maximum	0,3098x
Marktwert des Gesamtunternehmens	
Minimum	95.557
Mittelwert	257.670
Maximum	410.198
Nettofinanzposition	
/ zinstragende Verbindlichkeiten	0
+ liquide Mittel	97
Marktwert des Eigenkapitals	
Minimum	95.654
Mittelwert	257.767
Maximum	410.295

Quelle: Bloomberg L.P., Analysen Ebner Stolz

3. SGT Pte – Szenarioanalyse auf Basis von AuM-Multiples – Szenario III

Marktwert des Eigenkapitals auf Basis von AuM-Multiples

SGT Pte	TEUR
AuM - SGT Pte	2.206.845
AuM - Multiples	
Minimum	0,0722x
Mittelwert	0,1946x
Maximum	0,3098x
Marktwert des Gesamtunternehmens	
Minimum	159.262
Mittelwert	429.451
Maximum	683.663
Nettofinanzposition	
/ zinstragende Verbindlichkeiten	0
+ liquide Mittel	97
Marktwert des Eigenkapitals	
Minimum	159.359
Mittelwert	429.547
Maximum	683.760

Quelle: Bloomberg L.P., Analysen Ebner Stolz

3. SGT Pte – Szenarioanalyse auf Basis von AuM-Multiples – Szenario IV

Marktwert des Eigenkapitals auf Basis von AuM-Multiples

SGT Pte	TEUR
AuM - SGT Pte	3.089.583
AuM - Multiples	
Minimum	0,0722x
Mittelwert	0,1946x
Maximum	0,3098x
Marktwert des Gesamtunternehmens	
Minimum	222.967
Mittelwert	601.231
Maximum	957.128
Nettofinanzposition	
/ zinstragende Verbindlichkeiten	0
+ liquide Mittel	97
Marktwert des Eigenkapitals	
Minimum	223.063
Mittelwert	601.328
Maximum	957.225

Quelle: Bloomberg L.P., Analysen Ebner Stolz

G

Anhang

1	Allgemeine Auftragsbedingungen	75
2	Szenarioanalyse	77
3	Peer Group	84

1. GSG – Peer Group Unternehmen (1/2)

Bereich	Beschreibung
Rocket Internet SE	Rocket Internet SE, Berlin, investiert in die Entwicklung von Unternehmen der Internetbranche. Es bietet Ressourcen zur Unterstützung von Konzept, Aufbau und Optimierung sowie Unterstützung junger Unternehmen bei Marktanalysen, Strategieinfos, Produktentwicklung, Personalwesen, Webdesign, Onlinemarketing, Internationalisierung und Webanalyse in Deutschland. Zum Ende des GJ 2019 wies die Rocket Internet SE einen Umsatz von MEUR 67,3 sowie ein EBITDA von MEUR -27,9 auf und beschäftigte 404 Mitarbeiter. Das Portfolio der Rocket Internet SE umfasst laut Unternehmensangaben der Webseite mehr als 200 Beteiligungen auf sechs Kontinenten.
Deutsche Beteiligungs AG	Deutsche Beteiligungs AG, Frankfurt a.M., ist ein Private-Equity-Unternehmen. Es konzentriert sich auf Investitionen in mittelgroße inländische Unternehmen. Die Deutsche Beteiligungs AG bietet Zugang zu den Kapitalmärkten. Sie hält Anteile an Unternehmen in verschiedenen Branchen, die sich überwiegend in Deutschland befinden. Die Deutsche Beteiligungs AG wies zum Ende des GJ 2019 einen Umsatz von MEUR 83,3 sowie ein EBITDA von MEUR 46,2 auf und beschäftigte 75 Mitarbeiter. Laut Unternehmensangaben der Webseite verfügt die Deutsche Beteiligungs AG über ein verwaltetes und beratenes Kapital von MEUR 1.700.
IDI	IDI, Paris/Frankreich, ist eine Holdinggesellschaft mit Beteiligungen an Risikokapitalgesellschaften wie Finovelec, Euridi, Coparis und Eurofrandev. Das Unternehmen investiert in allen Sektoren des Investitionsgeschäfts. Leveraged Buy Outs oder Wachstumskapital-Transaktionen in Frankreich werden hauptsächlich durch die Holding der Gruppe getätigt. Dachfonds und Wachstumskapitalfonds in Schwellenländern trägt die IDI Emerging Markets. Laut Unternehmensangaben der Webseite verfügt die IDI über ein Working Capital von MUS\$ 480 und die IDI Emerging Markets über AuM von MUS\$ 400. Das Unternehmen hält sowohl Mehrheits- als auch Minderheitsbeteiligungen mit Investitionsvolumen zwischen MEUR 10 bis MEUR 40. Die IDI wies zum Ende des GJ 2018 einen Umsatz von MEUR 75,2 und ein EBITDA von MEUR 61,5 aus und beschäftigte 12 Mitarbeiter.
Gimv N.V.	Gimv N.V., Antwerpen/Belgien, ist eine Investmentgesellschaft, die sich auf Private Equity und Risikokapital spezialisiert hat. Das Unternehmen bietet Unternehmen Buyout- und Wachstumskapital an und investiert Risikokapital in Unternehmen im Hochtechnologiebereich. Zu diesem Bereich zählen die Gruppen Connected Cosumer, Health & Care, Smart Industries sowie Sustainable Cities Seine Spezialfonds liefern Finanzierungen für große Wachstumsunternehmen und Infrastrukturprojekte in Europa. Zum Ende des GJ 2019 wies Gimv N.V. einen Umsatz von MEUR 160,5 sowie ein EBITDA von MEUR 121,8 aus und beschäftigte 91 Mitarbeiter. Das Portfolio des Unternehmens umfasst laut Unternehmensangaben der Webseite ca. 55 Beteiligungen und ein verwaltetes Vermögen von rund MEUR 1.100.
Eurazeo SE	Eurazeo SE, Paris/Frankreich, ist eine globale Investmentgesellschaft. Das Unternehmen deckt die Geschäftsbereiche Private-Equity, Immobilien und Private Debt ab. Die Gesellschaft investiert in Unternehmen aller Größenordnungen. Des weiteren werden Unternehmen bei der Einrichtung von Finanz- und Personalressourcen für ihre Entwicklung unterstützt. Zum Ende des GJ 2019 wies Eurazeo SE einen Umsatz von MEUR 4900 sowie ein EBITDA von MEUR 823 auf und beschäftigte 22.361 Mitarbeiter. Die Eurazeo SE hat laut Unternehmensangaben der Webseite ein Portfolio mit AuM in Höhe von EUR 18,8 Mrd. in mehr als 430 Beteiligungen.
Finlab AG	FinLab AG, Frankfurt a.M., ist eine Risikokapitalgesellschaft, die in fintech-Start-up-Unternehmen mit Sitz in Deutschland investiert. Die Finlab AG wies zum Ende des GJ 2019 einen Umsatz von MEUR 42,7 sowie ein EBITDA von MEUR 40,5 auf und beschäftigte 13 Mitarbeiter.

Quelle: Bloomberg L.P.

1. GSG – Peer Group Unternehmen (2/2)

Bereich	Beschreibung
Altamir SCA	Altamir SCA, Paris/Frankreich, ist ein Private-Equity-Unternehmen. Das Unternehmen investiert, mit oder durch Fonds, in Unternehmen in Sektoren, wie Telekommunikation, Medien, Technologie, Gesundheitswesen, Einzelhandel sowie Verbraucher-, Finanz- und Unternehmensdienste. Die Investitionen beziehen sich auf kleine und mittelgroße Unternehmen in Kontinentaleuropa sowie große Unternehmen in Europa, Nord Amerika und Schwellenländern. Das französische Unternehmen verzeichnete zum Ende des GJ 2019 einen Umsatz von MEUR 328,2 sowie ein EBITDA von MEUR 303,9. Laut Unternehmenangaben des Jahresberichtes 2019 hielt Altamir SCA zum Ende des Jahres 2019 ein Portfolio von 51 Beteiligungen und hatte MEUR 1.000 AuM.
Draper Esprit PLC	Draper Esprit PLC, London/Großbritannien, ist als Risikokapitalunternehmen tätig. Das Unternehmen investiert in den Bereichen Handel, Mobilfunk, Halbleiter, Gesundheitswesen und Konsumgüter. Draper Esprit PLC ist in Europa geschäftlich tätig. Zum Ende des GJ 2019 erzielte Draper Esprit PLC einen Umsatz von MEUR 120 Mio. sowie ein EBITDA von MEUR 109,7 und beschäftigte 500 Mitarbeiter.
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA, Frankfurt a.M., ist eine in Deutschland börsennotierte Wirtschaftsförderungsgesellschaft. Die Gesellschaft verwaltet ein Portfolio von mittelständischen Unternehmen der Dienstleistungsbranche in Deutschland, der Schweiz und Österreich. Der Investitionsschwerpunkt von Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA liegt auf dem Erwerb von substanziellen Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen mit bis zu MEUR 150 Umsatz. Am Ende des GJ 2019 wies Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA einen Umsatz von MEUR 14,5 sowie ein EBITDA von MEUR 17,1 auf und beschäftigte 60 Mitarbeiter.
Mountain Alliance AG	Als Investor widmet sich die Mountain Alliance AG, München, dem Digitalgeschäft. Die Investitionen beziehen sich auf die Bereiche: Meta-Plattformen, SaaS, Digital Media sowie Value-Added-Ecommerce und Digital Business Services. Zum Ende des GJ 2019 wies die Mountain Alliance AG einen Umsatz von MEUR 13,5 Mio. sowie ein EBITDA von MEUR -1,8 auf und beschäftigte 74 Mitarbeiter.

Quelle: Bloomberg L.P.

2. SGT Pte – Peer Group Unternehmen

Bereich	Beschreibung
Apollo Global Management Inc.	Apollo Global Management Inc. ("Apollo"), New York/USA, ist ein Manager für alternative Anlagen. Ziel ist, außergewöhnliche Anlagemöglichkeiten für Investoren zu schaffen, um risikobereinigte Ergebnisse über Marktzyklen hinweg zu erzielen. Mit dem verwalteten Vermögen in den Bereichen Kredite, Infrastruktur, Immobilien und Private Equity beschreitet Apollo viele Wege zur Wertschöpfung. Zum Ende des GJ 2019 wies Apollo einen Umsatz von MUSD 3100 sowie ein EBITDA von MUSD 1.600 auf und beschäftigte 1.421 Mitarbeiter. Das Portfolio der Apollo hat laut Unternehmensangaben der Webseite zum Stand Dezember 2019 rund MUSD 216 AuM.
Blackstone Group Inc.	Die Blackstone Group Inc., New York/USA, ist eine Investmentgesellschaft. Das Unternehmen konzentriert sich auf Immobilien, Hedgefonds, Private Equity, Fremdfinanzierung, vorrangige Kredite und Notfallfinanzierung. Es betreut Kunden weltweit. Blackstone Group Inc. wies zum Ende des GJ 2019 einen Umsatz von MUSD 7300 sowie ein EBITDA von MUSD 3600 auf und beschäftigte 2.905 Mitarbeiter. Die Blackstone Group Inc. hat zum Ende des GJ 2019 laut Unternehmensangaben des Jahresberichts USD 571,1 Mrd. AuM.
KKR & Co. Inc.	KKR & Co. Inc., New York/USA, ist eine Investmentgesellschaft. Das Unternehmen verwaltet Investments wie privates Eigenkapital, Energie, Infrastruktur, Immobilien, Kreditstrategien und Hedgefonds. Es betreut Kunden weltweit. Zum Ende des GJ 2019 wies KKR & Co. Inc. einen Umsatz von mUSD 9100 auf und beschäftigte 1.384 Mitarbeiter. KKR & Co. Inc. hat laut Unternehmensangaben im Jahresbericht zum Ende des GJ 2019 USD 218 Mrd. AuM.
Partners Group	Partners Group, Baar-Zug/Schweiz, ist eine globale Investmentgesellschaft am privaten Markt mit verwalteten Investmentprogrammen in Private Equity, privaten Immobilien, privater Infrastruktur und privaten Schuldverschreibungen. Es verwaltet ein breites Spektrum an kundenspezifischen Portfolios für internationale, institutionellen Anleger. Es sitzt in Baar-Zug in der Schweiz und wies zum Ende des GJ 2019 einen Umsatz von MCHF 1800 sowie ein EBITDA von MCHF 1000 auf und beschäftigte 1.349 Mitarbeiter. Die Partners Group hat laut Unternehmensangaben des Jahresberichts zum Ende des GJ 2019 USD 94,1 Mrd. in AuM.
EQT AB	Die EQT AB, Stockholm/Schweden, wurde mangels statistischer Signifikanz nicht mit in die Peer Group aufgenommen. Das Unternehmen vollzog im September 2019 einen Börsengang. Zum Ende des GJ 2019 wies EQT AB einen Umsatz von MEUR 599,7 sowie ein EBITDA von MEUR 207,8 auf und beschäftigte 706 Mitarbeiter. EQT AB hatte laut Unternehmensangaben im Jahresbericht zum Ende des GJ 2019 EUR 39,9 Mrd. AuM.

Quelle: Bloomberg L.P.