

---

**Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG**

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen  
der

**Succession German Bidco GmbH, München**

und der

**SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg**

Az.: 23 O 9/25

---

20. Mai 2025

---



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

---

## **INHALTSVERZEICHNIS**

Inhaltsverzeichnis .....	1
Abkürzungsverzeichnis .....	3
1 Auftrag und Auftragsdurchführung .....	8
1.1 Auftrag .....	8
1.2 Auftragsdurchführung .....	8
2 Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung .....	11
3 Formelle Prüfung des Beherrschungsvertrags .....	12
3.1 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften .....	12
3.2 Leitung .....	12
3.3 Gewinnabführung .....	12
3.4 Verlustübernahme .....	13
3.5 Ausgleichszahlung .....	13
3.6 Abfindung .....	14
3.7 Auskunftsrecht .....	15
3.8 Wirksamwerden und Vertragsdauer .....	15
3.9 Laufzeit, Kündigung .....	16
3.10 Schlussbestimmungen .....	16
3.11 Fazit .....	16
4 Materielle Prüfung des Beherrschungsvertrags .....	17
4.1 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung .....	17
4.1.1 Börsenkurs .....	17
4.1.2 Ertragswertverfahren .....	18
4.1.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren .....	20
4.1.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren .....	21
4.1.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin .....	22
4.2 Bewertungsobjekt .....	23
4.2.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse .....	23
4.2.2 Vorausgegangene Erwerbsangebote .....	24
4.2.3 Wirtschaftliche Verhältnisse .....	26
4.2.3.1 Unternehmenshistorie .....	26
4.2.3.2 Geschäftsmodell und -strategie .....	27
4.2.4 Markt- und Wettbewerbsumfeld .....	29
4.2.5 Vergleichbare Unternehmen .....	34
4.2.6 Vergangenheitsanalyse .....	36
4.2.6.1 Vermögenslage .....	36
4.2.6.2 Ertragslage .....	38
4.3 Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses .....	43
4.3.1 Entwicklung des Börsenkurses .....	43
4.3.2 Relevanter Zeitraum und Durchschnittsbildung .....	44

4.3.3	Anwendbarkeit des Börsenkurses als Bewertungsmethode .....	45
4.3.3.1	Prüfung der Verkehrsfähigkeit.....	46
4.3.4	Untersuchung der Liquidität der Aktie.....	47
4.3.5	Analyse der Informationsverfügbarkeit und –verarbeitung .....	50
4.3.6	Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses als den „wahren“ Wert des Unternehmens .....	55
4.4	Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens .....	55
4.4.1	Historische Bereinigungen .....	55
4.4.2	Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung .....	56
4.4.3	Planungstreue.....	57
4.4.4	Planungsbeschreibung .....	59
4.4.4.1	Umsatzerlöse.....	60
4.4.4.2	EBITDA.....	66
4.4.4.3	Investitionen und Abschreibungen/Amortisierung .....	70
4.4.4.4	EBIT .....	72
4.4.4.5	Finanzergebnis und Netto-Finanzverbindlichkeiten .....	72
4.4.4.6	EBT, Ertragssteuern und Konzernperiodenergebnisse.....	74
4.4.4.7	Nettoumlaufvermögen und sonstige Bilanzpositionen .....	74
4.4.4.8	Abschließende Würdigung .....	75
4.4.5	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse.....	76
4.4.5.1	Nachhaltiges Ergebnis .....	76
4.4.5.2	Nettoeinnahmen .....	79
4.4.6	Kapitalisierungszinssatz .....	81
4.4.7	Basiszinssatz .....	82
4.4.8	Marktrisikoprämie.....	82
4.4.9	Betafaktor.....	83
4.4.10	Wachstumsabschlag.....	85
4.4.11	Ermittlung der Kapitalkosten.....	86
4.4.12	Unternehmensbewertung .....	86
4.5	Plausibilisierungen .....	88
4.5.1	Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren .....	88
4.5.2	Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren .....	89
4.6	Angemessenheit der festgelegten Abfindung .....	92
4.7	Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung .....	93
4.7.1	Überprüfung der Ermittlung des Verrentungszinssatzes .....	93
4.7.2	Überprüfung der Ermittlung des festen Ausgleichs .....	94
4.7.3	Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung .....	95
4.8	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung .....	96
5	Abschliessende Erklärung .....	97
	Anhangsverzeichnis .....	98
	Anlagenverzeichnis .....	108

## **ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS**

<b>Abkürzung</b>	<b>Definition</b>
A&M	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
AB	Schwedische Aktiengesellschaft
Abfindung	Verpflichtung der Succession German Bidco GmbH, gemäß § 305 AktG auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der SNP SE dessen SNP SE-Aktien gegen eine im Beherrschungsvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AngVO	Angebotsverordnung
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
Ausgleich(-szahlung)	Verpflichtung der Succession German Bidco GmbH, gemäß § 304 AktG den außenstehenden SNP SE-Aktionären eine bestimmte jährliche Zahlung zu leisten
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask Spread („Geld-Brief-Spanne“)
Beherrschungsvertrag	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Succession German Bidco GmbH und der SNP SE
Bewertungsgutachterin; ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
Bewertungsstichtag	30. Juni 2025
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Bruttoausgleichszahlung	Ausgleichszahlung vor Abzug der Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag
Bspw.	Beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	Beziehungsweise
ca.	Circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Capex	Capital expenditures („Investitionsausgaben“)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer

Abkürzung	Definition
Co.	Company
d.h.	Das heißt
DCF	Discounted Cashflow
DE	Deutschland
Detailplanungshorizont; Detailplanungsphase; Planungszeitraum	Budgetjahr 2015 und die Planjahre 2026-2029
Dez	Dezember
DPO	Kreditorenlaufzeit
DSO	Debitorenlaufzeit
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
ERP	Enterprise Resource Planning
etc.	Et Cetera
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
exkl.	exklusive
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FB	Finanz-Betrieb Zeitschrift
ff.	Fortfolgend
FR	Frankreich
Gesamtzeitraum	Vergangenheitszeitraum und Detailplanungshorizont
Gesellschaft	SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg
ggf.	Gegebenenfalls
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
i.d.F.	In der Fassung
i.d.R.	In der Regel
i.H.	In Höhe
i.H.v.	In Höhe von
i.S.	Im Sinne

Abkürzung	Definition
i.S.d.	Im Sinne des
i.S.v.	Im Sinne von
i.V.m.	In Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated
inkl.	Inklusive
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Information Technology
IT (Land)	Italien
JP	Japan
JPY	Japanischer Yen
KapZins	Kapitalisierungszinssatz
Konvergenzphase	Übergangphase zwischen Detailplanungshorizont und nachhaltigem Niveau (entspricht den Geschäftsjahren 2030 bis 2041)
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LLC	US-Amerikanische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
It.	Laut
Limitada	Chilenische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Ltd.	Britische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
LTDA.	Brasilianische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
LTM	Last twelve months
Management	Management der SNP SE
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
N.V.	Niederländische Aktiengesellschaft
n/a; N/A	Nicht anwendbar
Netto-FinVerb	Netto-Finanzverbindlichkeiten
Nr.	Nummer
o.g.	Oben genannt
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	Per annum
P/E	Price-to-Earnings Ratio („Kurs-Gewinn-Verhältnis“)

Abkürzung	Definition
Peer Group	Gruppe von Unternehmen, die vergleichbar mit dem Bewertungsobjekt sind
pers.	Persönlich
pers. ESt.	Persönliche Ertragsteuer
pp	Prozentpunkte
Pty	Proprietary
rd.	Rund
Rn.	Randnummer
Rödl & Partner	Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Rz.	Randziffer
S&P	Standard and Poor's
S, de R.L. de C.V.	Mexikanische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
S.	Seite
S.p.A.	Italienische Aktiengesellschaft
S.R.L.	Argentinische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
s.r.o.	Slowenische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
SA	Französische/Luxemburgische Aktiengesellschaft
SaaS	Software as a Service
Sdn. Bhd.	Malaysische Gesellschaft mit beschränkter Haftung
SE	Europäische Aktiengesellschaft
SNP SE	SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg
SNP; SNP-Gruppe; SNP-Konzern	SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg mit ihrer Tochtergesellschaftern
sog.	Sogenannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
Succession; Succession Bidco	Succession German Bidco GmbH, München
TCF	Total Cash Flow
TEUR	Tausend Euro
Trans.	Transitional („Übergangsphase“)
Tsd.	Tausend
TV	Terminal Value („ewige Rente“)
TWC	Trade Working Capital („Nettoumlaufvermögen“)
Tz.	Textziffer
u.a.	Unter anderem
UK	Großbritannien
Unternehmensplanung	Budget-Jahr GJ25

Abkürzung	Definition
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US Dollar
v.	Vor
Vergangenheitsanalyse	Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage
Vergangenheitszeitraum	Historische Geschäftsjahre GJ22-24
vgl.	Vergleiche
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WBaT	Wertbeitrag aus Thesaurierung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
XETRA	Börslicher Handelsplatz der Deutschen Börse AG
z.B.	Zum Beispiel
zzgl.	Zuzüglich

## 1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

### 1.1 Auftrag

- 1 Die Succession German Bidco GmbH, München („**Succession**“) als herrschendes und gewinnabführungsberechtigtes Unternehmen und die SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg („**SNP SE**“, „Gesellschaft“, zusammen mit ihren Tochtergesellschaften „**SNP-Gruppe**“, „**SNP-Konzern**“, „**SNP**“) als beherrschtes und gewinnabführendes Unternehmen beabsichtigen, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („**Beherrschungsvertrag**“) i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG abzuschließen. Die Wirksamkeit des Beherrschungsvertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der SNP SE. Der Zustimmungsbeschluss soll in der ordentlichen Hauptversammlung der SNP SE am 30. Juni 2025 gefasst werden. Dieser Tag ist der maßgebliche Bewertungsstichtag („**Bewertungsstichtag**“).
- 2 Der Beherrschungsvertrag ist gemäß § 293b AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Mit Beschluss vom 24. Februar 2025 sowie dem Korrekturbeschluss vom 3. Mai 2025 hat uns das Landgericht Mannheim zur sachverständigen Prüferin des vorgesehenen Beherrschungsvertrags zwischen Succession und der SNP SE bestellt.<sup>1</sup>
- 3 Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag muss für die außenstehenden Aktionäre der beherrschten und gewinnabführenden Aktiengesellschaft nach Wahl der Aktionäre eine angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG sowie einen angemessenen Ausgleich gemäß § 304 AktG vorsehen. Abfindung und Ausgleich sind grundsätzlich aus dem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der Börsenkurs kann auch maßgeblich sein. Succession und SNP SE haben die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München („**ValueTrust**“, „**Bewertungsgutachterin**“) beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals von SNP zu erstellen. In diesem Zusammenhang unterstützt ValueTrust die Geschäftsführung der Succession und den Vorstand der SNP SE bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG.
- 4 ValueTrust hat am 15. Mai 2025 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg im Zusammenhang mit dem geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zum 30. Juni 2025“ („**Bewertungsgutachten**“) vorgelegt. Die Vertragsparteien machen sich die Ergebnisse von ValueTrust in dem genannten Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der SNP sowie zur angemessenen Abfindung und zum angemessenen Ausgleich inhaltlich vollständig zu eigen.
- 5 Das Dokument „Gemeinsamer Bericht der Geschäftsführung der Succession German Bidco GmbH, München, und des Vorstands der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg, gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Succession German Bidco GmbH, München, und der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg“ vom 19. Mai 2025 („**Gemeinsamer Bericht**“) enthält das Bewertungsgutachten in vollständiger Fassung.

### 1.2 Auftragsdurchführung

- 6 Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293b bis 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisaufnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 2. April 2025 aufgenommen und bis zum heutigen Tag in unserem Büro in Frankfurt am Main sowie aus dem häuslichen Arbeitszimmer durchgeführt.
- 7 Die SNP SE und die Bewertungsgutachterin haben uns die zur Durchführung von Bewertung und Prüfung relevanten Dokumente im Wesentlichen mittels eines gesicherten digitalen Datenraums zur Verfügung gestellt. Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

<sup>1</sup> Anlage A&M-001 „Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 24. Februar 2025“ und „Korrekturbeschluss des Landgerichts Mannheim vom 3. Mai 2025“.

- Testatexemplar mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk der Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („**Rödl & Partner**“) zum Konzernabschluss und zusammengefassten Lagebericht der SNP für das Geschäftsjahr 2024;
  - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte der Rödl & Partner über die Prüfung der Konzernabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der SNP SE für die Geschäftsjahre 2022-2023;
  - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte der Rödl & Partner über die Prüfung der Jahresabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der SNP SE für die Geschäftsjahre 2022-2024;
  - Nach International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellte Konzernlageberichte und Konzernabschlüsse der SNP SE für die Geschäftsjahre 2022-2024;
  - Nach HGB erstellte Lageberichte und Jahresabschlüsse der SNP SE für die Geschäftsjahre 2022-2024;
  - Konsolidierte nach IFRS erstellte Planungsrechnungen für den SNP-Konzern für die Planjahre 2025-2029, bestehend aus der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), Bilanz und Kapitalflussrechnung (Stand: April 2025);
  - Protokolle der Vorstandssitzungen ab dem Jahr 2023 bis März 2025;
  - Der von EY-Parthenon GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erstellte Financial Due Diligence Bericht über SNP vom 16. Dezember 2024;
  - Bewertungsgutachten von ValueTrust mit Datum vom 15. Mai 2025;
  - Gemeinsamer Bericht mit Datum vom 19. Mai 2025;
  - Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Succession und der SNP SE vom 18. Mai 2025 („**Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages**“);
  - Weitere bewertungsrelevante Unterlagen und Informationen.
- 8 Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, gemeinsamer Bericht und Bewertungsgutachten standen uns auch in (Vor)Entwürfen zur Verfügung.
- 9 Weitere Informationen wurden uns durch das Management der SNP SE („**Management**“) in mehreren gemeinsamen Fragerunden mit der Bewertungsgutachterin erteilt.
- 10 Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Marktstudien und Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns insbesondere auf die von den Finanzinformationsdienstleistern S&P Global Market Intelligence (vormals S&P Capital IQ) und Bloomberg gelieferten Daten gestützt.
- 11 Mit Datum vom 20. Mai 2025 und 17. Mai 2025 haben uns die Geschäftsführung der Succession und der Vorstand der SNP Vollständigkeitserklärungen abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Beherrschungsvertrags von Bedeutung sind, nach ihrer Kenntnis vollständig und richtig erteilt worden sind.
- 12 Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch ValueTrust im Sinne einer Parallelprüfung aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt. Sie ist durch die Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.
- 13 Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung der Unterlagen von Succession und SNP SE, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und ergänzend durch die Bewertungsgutachterin erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.

- 14 Bei unserer Prüfung haben wir die aktuelle Rechtsprechung sowie den „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) beachtet.
- 15 Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 293e AktG den folgenden Bericht.
- 16 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am heutigen Tag und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der SNP SE über den Abschluss des Beherrschungsvertrags wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. des angemessenen Ausgleichs zu berücksichtigen. Hierzu werden wir vor dem Tag der Hauptversammlung entsprechende Auskünfte einholen, durch Vollständigkeitserklärungen bestätigen lassen und in unserer Stichtagserklärung ggf. Aktualisierungen der Bewertung vornehmen.
- 17 Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Beherrschungsvertrags beschlussfassenden Hauptversammlung der SNP SE und die Vorlage beim zuständigen Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den außenstehenden Aktionären in Kopie zur Verfügung gestellt und zu diesem Zweck auch auf der Website der SNP SE veröffentlicht werden.
- 18 Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte zuvor mit uns eine Vereinbarung zur Vertraulichkeit und Haftungsausschluss vereinbart hat.
- 19 Soweit gesetzlich zulässig übernehmen wir Dritten gegenüber keine Haftung. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt darüber hinaus § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

## **2 GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG**

- 20 Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus den §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.
- 21 Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt unserer Prüfung ist, gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, die Angemessenheit der Abfindung nach § 305 AktG sowie die Angemessenheit des Ausgleichs nach § 304 AktG in dem zwischen den Gesellschaften beabsichtigten Beherrschungsvertrag.
- 22 Dementsprechend haben wir zum einen bei dem formellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob der Beherrschungsvertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.
- 23 Zum anderen haben wir bei dem materiellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob die vorgeschlagene Abfindung und der vorgeschlagene Ausgleich als angemessen anzusehen sind.
- 24 Gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind;
  - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
  - welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragschließenden Unternehmen aufgetreten sind.
- 25 Wir weisen darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte sowie der Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungsschritte sind nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
- 26 Wir weisen zudem darauf hin, dass wir eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der steuerrechtlichen Auswirkungen, ebenso wenig vorgenommen haben wie eine Prüfung der Zweckmäßigkeit des Beherrschungsvertrags oder des Vorgehens. Vollständigkeit und Richtigkeit des Gemeinsamen Berichts sind ebenso nicht Gegenstand unserer Vertragsprüfung.

### **3 FORMELLE PRÜFUNG DES BEHERRSCHUNGSVERTRAGS**

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

#### **3.1 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften**

28 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im Beherrschungsvertrag angegeben<sup>2</sup> und entsprechen den Eintragungen der beim Amtsgericht München und beim Amtsgericht Mannheim geführten Handelsregister.

#### **3.2 Leitung**

29 Die SNP SE unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft Succession.<sup>3</sup> Dementsprechend ist Succession berechtigt, dem Vorstand der SNP SE hinsichtlich deren Leitung sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen.<sup>4</sup>

30 Der Vorstand der SNP SE ist verpflichtet, die Weisungen der Succession in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu befolgen.<sup>5</sup>

31 Der Beherrschungsvertrag regelt, dass Weisungen der Textform bedürfen.<sup>6</sup>

32 Entscheidungen über die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Beherrschungsvertrags sind von dem Weisungsrecht der Succession ausgenommen.<sup>7</sup>

33 Die genannten Regelungen des Beherrschungsvertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.<sup>8</sup>

#### **3.3 Gewinnabführung**

34 Während der Dauer des Beherrschungsvertrags verpflichtet sich die SNP SE, ihren ganzen Gewinn an die Succession abzuführen. Als Gewinn abzuführen ist, vorbehaltlich der Bildung und Auflösung von Rücklagen nach § 2 Abs. 2 des Beherrschungsvertrags, der nach § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zulässige Höchstbetrag.<sup>9</sup>

35 Die SNP SE kann mit in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der Succession Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Satz 2 HGB) einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Auf in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen der Succession sind, soweit nach §§ 301, 302 AktG in ihrer jeweils gültigen Fassung zulässig, aus während der Dauer des Beherrschungsvertrags gebildeten anderen Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Satz 2 HGB) Beträge zu entnehmen und zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.<sup>10</sup>

36 Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für den gesamten Gewinn desjenigen Geschäftsjahres der SNP SE, in dem der Beherrschungsvertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird.

<sup>2</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, S. 1.

<sup>3</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 1, Abs. 1, Satz 1.

<sup>4</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 1, Abs. 1, Satz 2.

<sup>5</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 1, Abs. 2.

<sup>6</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 1, Abs. 4.

<sup>7</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 1, Abs. 3.

<sup>8</sup> §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.

<sup>9</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 2, Abs. 1.

<sup>10</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 2, Abs. 2.

Die Gewinnabführung ist jeweils mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr der SNP SE fällig.<sup>11</sup>

- 37 Mit diesen Regelungen sind die gesetzlichen Anforderungen im Sinne der §§ 291 Abs. 1 S. 1 und § 301 AktG erfüllt.

### 3.4 Verlustübernahme

- 38 Nach § 3 Abs. 1 des Beherrschungsvertrags verpflichtet sich die Succession nach § 302 Abs. 1 AktG zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags der SNP SE. Die Bestimmungen des § 302 AktG sind in ihrer Gesamtheit und in ihrer jeweils gültigen Fassung anzuwenden.

- 39 Die Verpflichtung zum Verlustausgleich besteht erstmals für das Geschäftsjahr der SNP SE, in dem der Beherrschungsvertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahres der SNP SE fällig.<sup>12</sup>

- 40 Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahres der SNP SE, insbesondere durch Kündigung aus wichtigem Grund, ist Succession zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags der SNP SE verpflichtet, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt.<sup>13</sup>

- 41 Die vorgenannten Regelungen entsprechen vollumfänglich den Anforderungen des § 302 AktG.

### 3.5 Ausgleichszahlung

- 42 Succession verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der SNP SE für die Dauer des Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG eine wiederkehrende Geldleistung („Ausgleichszahlung“) zu zahlen.<sup>14</sup>

- 43 Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der SNP für jede nennwertlose auf den Inhaber lautende Stückaktie der SNP SE mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital der SNP SE von EUR 1,00 je Aktie (jeweils eine "SNP SE-Aktie" und zusammen die "SNP SE-Aktien") brutto EUR 3,95 ("Bruttoausgleichsbetrag"), abzüglich eines Betrages für die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen auf den anteiligen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 3,95 je SNP SE-Aktie, 15% Körperschaftsteuer zzgl. 5,5% Solidaritätszuschlag, d.h. EUR 0,30, zum Abzug, wobei dieser Abzug nur auf den im Bruttoausgleich enthaltenen Teilbetrag vorzunehmen ist, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne der SNP SE bezieht. Hieraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 3,65 je SNP SE-Aktie für ein volles Geschäftsjahr der SNP SE.<sup>15</sup>

- 44 Die Ausgleichszahlung ist am dritten Geschäftstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der SNP SE für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr der SNP SE, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres der SNP SE fällig.<sup>16</sup>

- 45 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der SNP SE, in dem der Beherrschungsvertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird, gewährt, erfasst das gesamte Geschäftsjahr der SNP SE und wird gemäß § 4 Abs. 4 erstmals nach der ordentlichen Hauptversammlung der SNP SE im darauffolgenden Geschäftsjahr gezahlt.<sup>17</sup>

<sup>11</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 2, Abs. 3.

<sup>12</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 3, Abs. 2.

<sup>13</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 3, Abs. 3.

<sup>14</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 1.

<sup>15</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 2.

<sup>16</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 4.

<sup>17</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 5.

- 46 Falls der Beherrschungsvertrag während eines Geschäftsjahres der SNP SE endet oder die SNP SE während der Laufzeit des Beherrschungsvertrages ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.<sup>18</sup>
- 47 Falls das Grundkapital der SNP SE aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Ausgleichszahlung je SNP SE-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der SNP SE durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus § 4 des Beherrschungsvertrages auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neuen Aktien gemäß § 4 ergibt sich aus der von der SNP SE bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Gewinnanteilsberechtigung.<sup>19</sup>
- 48 Für den Fall, dass ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz ("SpruchG") eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Ausgleichszahlung vereinbart wird, können auch die bereits nach Maßgabe von § 5 des Beherrschungsvertrages abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.<sup>20</sup>
- 49 Die Regelungen zum Ausgleich im Beherrschungsvertrag stehen in Einklang mit § 304 AktG.

### 3.6 Abfindung

- 50 Succession verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der SNP SE dessen Aktien gegen eine Barabfindung von EUR 61,00 je Aktie zu erwerben.<sup>21</sup>
- 51 Die Verpflichtung der Succession zum Erwerb der SNP SE-Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der SNP SE nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Hiervon unberührt bleibt eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG für den Fall, dass ein Spruchverfahren eingeleitet wird. In diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.<sup>22</sup>
- 52 Eine Befristung der Verpflichtung zum Erwerb der Aktien ist in der Praxis üblich. Die diesbezüglichen Regelungen stehen in Einklang mit § 305 AktG.
- 53 Falls bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrages bestimmten Frist zum Erwerb der SNP SE-Aktien das Grundkapital der SNP SE aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich ab diesem Zeitpunkt die Abfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung für die zu diesem Zeitpunkt noch nicht abgefundenen SNP SE-Aktien unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der SNP SE bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 des Beherrschungsvertrages bestimmten Frist durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage erhöht wird, gelten die Rechte aus dem § 5 des Beherrschungsvertrages auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus dieser Kapitalerhöhung.<sup>23</sup>
- 54 Die Übertragung von SNP SE-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der SNP SE kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.<sup>24</sup>
- 55 Sollte die Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Abfindung verlangen. Dies entspricht der gesetzlichen Regelung

<sup>18</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 6.

<sup>19</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 7.

<sup>20</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 4, Abs. 8.

<sup>21</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 1.

<sup>22</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 2.

<sup>23</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 3.

<sup>24</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 4.

in § 13 Satz 2 SpruchG. Ein solcher Ergänzungsspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG.<sup>25</sup>

- 56 Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt, wobei diese Regelung auch nicht erforderlich ist: Es gilt die gesetzliche Regelung des § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG, wonach die Abfindung nach Ablauf des Tages, an dem der Vertrag wirksam geworden ist, mit jährlich 5%-Punkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist.
- 57 Endet der Vertrag aufgrund einer Kündigung der Succession zu einem Zeitpunkt, zu dem die Frist zur Annahme der Abfindung bereits abgelaufen ist, ist Succession verpflichtet, auf Verlangen eines jeden zu diesem Zeitpunkt außenstehenden Aktionärs dessen SNP SE-Aktien gegen Gewährung einer im § 5 Abs. 1 des Beherrschungsvertrages bestimmten Barabfindung in Höhe von EUR 61,00 zu erwerben ("**Kündigungsabfindung**").<sup>26</sup> Die Regelung des Beherrschungsvertrages zu Ergänzungsansprüchen gemäß § 5 Abs. 5 gilt entsprechend für die Kündigungsabfindung.<sup>27</sup>
- 58 Die Verpflichtung der Succession zum Erwerb der SNP SE-Aktien gegen Gewährung einer Kündigungsabfindung nach § 5 Abs. 6 ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Beherrschungsvertrages im Handelsregister des Sitzes der SNP SE nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.<sup>28</sup>
- 59 Die Regelungen zur Abfindung stehen in Einklang mit § 305 AktG.

### 3.7 Auskunftsrecht

- 60 Succession werden Auskunftsrechte gewährt und der SNP SE Auskunftsspflichten auferlegt. So ist Succession berechtigt, Bücher und Schriften der SNP SE einzusehen.<sup>29</sup> Ferner ist die SNP SE verpflichtet, Succession jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der SNP SE zu geben<sup>30</sup> und über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.<sup>31</sup>
- 61 Nach allgemeiner Ansicht sind Auskunfts- und Einsichtsrechte des herrschenden Unternehmens Bestandteil der aus § 308 Abs. 1 AktG folgenden Konzernleitungsmacht. Die klarstellenden Regelungen des Beherrschungsvertrages sind nicht zu beanstanden.

### 3.8 Wirksamwerden und Vertragsdauer

- 62 In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften bedarf der Beherrschungsvertrag der Zustimmung der Hauptversammlung der SNP SE sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Succession.<sup>32</sup>
- 63 Der Beherrschungsvertrag wird erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der SNP SE eingetragen worden ist, frühestens jedoch zu Beginn des am 1. Januar 2026 beginnenden Geschäftsjahres der SNP SE.<sup>33</sup> Der Beherrschungsvertrag gilt bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung und der Verpflichtung zur Verlustübernahme rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahres der SNP SE, in dem der Vertrag durch Eintragung in das Handelsregister wirksam wird, frühestens jedoch ab dem Geschäftsjahr 2026.<sup>34</sup>
- 64 Die Regelungen zum Wirksamwerden stehen in Einklang mit der Gesetzeslage gemäß § 294 AktG.

<sup>25</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 5.

<sup>26</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 6.

<sup>27</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 7.

<sup>28</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 5, Abs. 8.

<sup>29</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 6, Abs. 1.

<sup>30</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 6, Abs. 2.

<sup>31</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 6, Abs. 3.

<sup>32</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 7, Abs. 1.

<sup>33</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 7, Abs. 2, Satz 1.

<sup>34</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 7, Abs. 2, Satz 2.

### 3.9 Laufzeit, Kündigung

- 65 Der Beherrschungsvertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen.<sup>35</sup>
- 66 Succession kann den Beherrschungsvertrag erstmals mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende desjenigen Geschäftsjahres der SNP SE kündigen, nach dessen Ablauf die in § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 Körperschaftsteuergesetz ("KStG") für den betreffenden Zeitraum in der jeweils gültigen Fassung (oder entsprechenden Nachfolgevorschriften) vorgeschriebene, für die Anerkennung der körperschaftsteuerlichen oder gewerbesteuerlichen Organschaft erforderliche steuerliche Mindestlaufzeit eines Gewinnabführungsvertrags erfüllt ist ("**Mindestlaufzeit**").<sup>36</sup> Die Mindestlaufzeit beträgt nach derzeitiger Rechtslage fünf Zeitjahre (60 Monate) gerechnet ab dem Beginn (00:00 Uhr) des Geschäftsjahres, für welches die Verpflichtung zur Abführung des Gewinns erstmals besteht.<sup>37</sup>
- 67 Nach Ablauf der Mindestlaufzeit kann Succession den Vertrag mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines jeden Geschäftsjahres der SNP SE kündigen. Das ordentliche Kündigungsrecht der SNP SE (§ 297 Abs. 2 AktG) ist ausgeschlossen.<sup>38</sup> Dies ist nicht zu beanstanden, da das Gesetz ein solches Kündigungsrecht nicht zwingend vorsieht.
- 68 Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund<sup>39</sup> sind beachtet worden.<sup>40</sup>
- 69 Die Kündigung bedarf der Schriftform.<sup>41</sup>
- 70 Wenn der Beherrschungsvertrag endet, hat Succession den Gläubigern der SNP SE nach Maßgabe von § 303 AktG Sicherheit zu leisten.<sup>42</sup>
- 71 Den Regelungen zur Laufzeit und Kündigung des Beherrschungsvertrages stehen keine gesetzlichen Bestimmungen entgegen.

### 3.10 Schlussbestimmungen

- 72 § 9 des Beherrschungsvertrages enthält vertragliche Regelungen, die gesetzlich nicht gefordert sind.

### 3.11 Fazit

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

<sup>35</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 1.

<sup>36</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 2, Satz 1.

<sup>37</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 2, Satz 2.

<sup>38</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 3.

<sup>39</sup> Vgl. § 297 Abs. 1 AktG.

<sup>40</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 4.

<sup>41</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 7.

<sup>42</sup> Finaler Entwurf des Beherrschungsvertrages, § 8, Abs. 8.

## 4 MATERIELLE PRÜFUNG DES BEHERRSCHUNGSVERTRAGS

74 Die von uns durchgeführte materielle Prüfung des Beherrschungsvertrags, mithin die Prüfung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich, fußt wesentlich auf der eingehenden Analyse des Börsenkurses der SNP SE sowie auf der uns durch die Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planung.

### 4.1 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung

75 Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen des außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Weiterhin schreibt der § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG vor, dass die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen muss. Im Falle des Beherrschungsvertrags zwischen Succession und der SNP SE sieht der Entwurf des Vertrags eine Abfindung von EUR 61,00 je Aktie vor.

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

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

#### 4.1.1 Börsenkurs<sup>43</sup>

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

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

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

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

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

83 Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs

<sup>43</sup> Die Analysen und die Aufarbeitung der Forschung sowie Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmethode entspringen einem Forschungsprojekt unter der Leitung von Dr. Nina Riabinova und Dr. Tim Laas.

unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.

- 84 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):
- Über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
  - Der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktengung nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
  - Eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.
- 85 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).
- 86 Ferner besagt § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO, dass der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar ist, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:
- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
  - Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.
- 87 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W5/15).
- 88 In den jüngsten BGH-Beschlüssen vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, wurde der Börsenkurs zur Bestimmung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG für geeignet befunden. Somit wird in diesen Urteilen dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Abfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Marktengung nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO.
- 89 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses voraus. Für die Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt.<sup>44</sup> In der aktuellen Rechtsprechung werden folgende Analysen zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses diskutiert:
- (i) Analyse der Verkehrsfähigkeit
  - (ii) Analyse der Aktienliquidität
  - (iii) Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung

#### 4.1.2 Ertragswertverfahren

- 90 Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren. Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Zu den Handlungsempfehlungen vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 435 ff.

<sup>45</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 25.

- 91 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (vgl. Abschnitt 4.1.4).<sup>46</sup>
- 92 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
- 93 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach einem der Konzepte – WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) – ermittelt werden. Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.
- 94 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass unsere Prüfung die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 zugrunde legt, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

#### Vorgehensweise einer Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

- 95 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.<sup>47</sup> Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.<sup>48</sup>
- 96 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert in der Regel auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 97 Für den Fall, dass sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 98 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass sich die jährlichen Überschüsse konstant oder konstant wachsend verhalten.<sup>49</sup>
- 99 Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den

<sup>46</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

<sup>47</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

<sup>48</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

<sup>49</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.

100 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.

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

#### Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

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

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

#### 4.1.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren

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

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

106 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend der Grundsätze des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode im Rahmen unserer Prüfung lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertungsgutachterin im Zusammenhang mit ihrer Bewertung nach der Ertragswert-Methode.<sup>50</sup>

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

108 Hierbei wird zwischen Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren unterschieden:

#### Börsenmultiplikatoren

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

110 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der

<sup>50</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

Multiplikatoren. Für die Multiplikatorbewertung legen wir daher die zuvor beschriebene Gruppe aus Vergleichsunternehmen sowie die Konsensschätzungen der Ergebnis- und weiterer Bezugsgrößen durch die Analystengemeinde zugrunde.

- 111 Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren auf das EBIT als Bezugsgröße ab.

#### Transaktionsmultiplikatoren

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

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

- 114 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – insbesondere gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt.

#### 4.1.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren

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

- 116 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.<sup>51</sup>

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

- 118 Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotenzials zum Gesamtnutzungspotenzial ergeben (Rekonstruktionszeitwert).

- 119 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird i.d.R. ein Substanzwert i.S.

<sup>51</sup> Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140f.

eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.<sup>52</sup>

#### 4.1.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 120 Die Bewertungsgutachterin führte zunächst eine Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der Aktie der SNP SE durch. Sie kam zur Schlussfolgerung, dass der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Ankündigung der Absicht über den Abschluss des Beherrschungsvertrages eine geeignete Methode zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 305 AktG sowie des Ausgleichs gemäß § 304 AktG darstellt.
- 121 Neben dem Börsenkurs hat die Bewertungsgutachterin zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses im vorliegenden Fall eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW S1 in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet.
- 122 Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren angewandt.
- 123 In der jüngsten Rechtsprechung des BGH wurde der Börsenkurs zur Bestimmung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Barabfindung nach § 305 AktG für geeignet befunden.<sup>53</sup> Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die SNP SE ein in Prime Standard notiertes Unternehmen ist, erachten wir für sachgerecht, die Eignung des Börsenkurses als Methode zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 305 AktG sowie des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu untersuchen. Somit halten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für angemessen.
- 124 Wie im Abschnitt 4.3 dargelegt, bleibt im vorliegenden Bewertungsfall ein Restzweifel bestehen, ob der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme hinreichend aussagekräftig ist, um den inneren Wert der Aktie abzubilden. Daher ist es erforderlich, zu Kontrollzwecken den Ertragswert zu ermitteln. Dementsprechend halten wir für sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin die zusätzliche Bestimmung der Ertragswerte durchgeführt hat.
- 125 Die von der Bewertungsgutachterin unter Rückgriff auf Multiplikatorverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte dienen im vorliegenden Fall Plausibilisierungszwecken.
- 126 Zusammenfassend halten wir die von der Bewertungsgutachterin gewählten Methoden zur Ableitung und Plausibilisierung der angebotenen Abfindung und des Ausgleichs für angemessen im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 AktG.
- 127 Liquidations- oder Substanzwerte wurden von der Bewertungsgutachterin nicht ermittelt. Es ergeben sich aber keine Anhaltspunkte dafür, dass ein Liquidationswert den umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs und den ertragswertbasierten Unternehmenswert überschreiten könnte.

<sup>52</sup> Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

<sup>53</sup> BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22.

## 4.2 Bewertungsobjekt

### 4.2.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

#### Rechtliche Verhältnisse

##### *Gesellschaft, deren Sitz und Gegenstand*

- 128 Die SNP SE ist eine nach dem Recht der Europäischen Union gegründete börsennotierte Aktiengesellschaft (Societas Europaea – „SE“) mit Sitz in Heidelberg. Die Gesellschaft ist im Handelsregister unter der Nummer HRB 729172 beim Amtsgericht Mannheim eingetragen.
- 129 Der Vorstand der SNP SE besteht aus zwei Mitgliedern: dem Vorstandsvorsitzenden Dr. Jens Amail (CEO) und dem Finanzvorstand Andreas Röderer (CFO).
- 130 Der Aufsichtsrat besteht aus drei Mitgliedern. Den Vorsitz des Aufsichtsrats hat Dr. Karl Benedikt Biesinger inne.
- 131 Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens ist die Durchführung von Unternehmensberatung und Dienstleistungen auf dem Gebiet der Datenverarbeitung sowie die Entwicklung und der Vertrieb von Hard- und Software. Die Gesellschaft kann Unternehmen im In- und Ausland gründen oder sich als Holdinggesellschaft an solchen Unternehmen beteiligen, die einen gleichartigen oder ähnlichen Unternehmensgegenstand haben, und Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten.
- 132 Das Geschäftsjahr (GJ) der SNP SE entspricht dem Kalenderjahr. Der Abschlussprüfer für die GJ22-24 war Rödl & Partner.

##### *Grundkapital, Anzahl der Aktien und Börsennotierung*

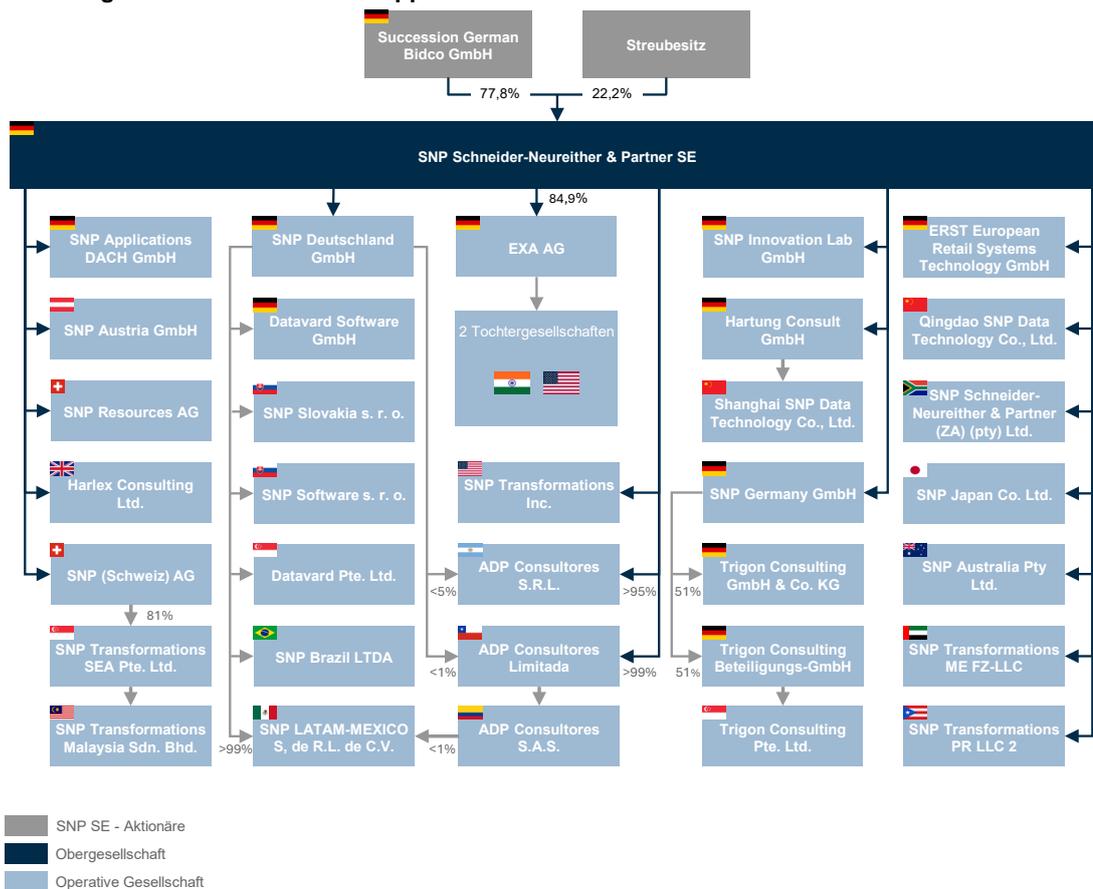
- 133 Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 7.385.780 und ist eingeteilt in 7.385.780 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennwert. Zum 20. Mai 2025 hält die Gesellschaft 96.760 eigene Aktien.
- 134 Die Hauptversammlung hat am 17. Juni 2021 zugestimmt, das Grundkapital um bis zu EUR 3.606.223 bedingt zu erhöhen (Bedingtes Kapital 2021). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Options- oder Wandlungsrechte ausgeübt werden.
- 135 Des Weiteren sind 28.487 Aktienoptionen im Rahmen der Aktienoptionspläne von SNP (Aktienoptionsplan 2020 und Aktienprogramm 2023) ausstehend.<sup>54</sup> Jede dieser Aktienoptionen gewährt das Recht auf den Erhalt einer SNP SE-Aktie.
- 136 Die SNP SE ist seit dem Jahr 2000 börsennotiert und seit August 2014 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (ISIN DE0007203705) gelistet. Zudem sind die SNP SE-Aktien zum Handel in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen. Die SNP SE-Aktien können auch über die elektronischen Handelssysteme XETRA, Quotrix, gettex, LS Exchange sowie über Tradegate Exchange und außerbörslich über Lang & Schwarz TradeCenter gehandelt werden.

##### *Konzernstruktur*

- 137 Nachfolgende Abbildung fasst die Struktur der SNP-Gruppe zum Zeitpunkt des Abschlusses des öffentlichen Übernahmeangebots zusammen.

<sup>54</sup> Angebotsunterlage: Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) der Succession German Bidco GmbH an die Aktionäre der SNP Schneider-Neureither & Partner SE vom 31. Januar 2025.

Abbildung 1: Struktur der SNP-Gruppe



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.  
Anmerkung: 100% Beteiligung, falls nicht anders vermerkt.

- 138 Die SNP SE ist das Mutterunternehmen der SNP-Gruppe. Zum 31. Dezember 2024 umfasste der Konsolidierungskreis inklusive der SNP SE 36 Unternehmen. Das Bewertungsobjekt ist die SNP SE und deren Tochtergesellschaften.
- 139 Zum 31. Dezember 2024 beschäftigte die SNP-Gruppe insgesamt 1.562 Mitarbeitende.

#### Steuerliche Verhältnisse

- 140 Die SNP SE unterliegt dem deutschen Steuerrecht und wird beim Finanzamt Heidelberg geführt. Zum 31. Dezember 2024 bestehen bei der SNP-Gruppe steuerliche Verlustvorträge i.H.v. EUR 30,7 Mio.<sup>55</sup> Im Rahmen der Unternehmensbewertung wurden die steuerlichen Verlustvorträge werterhöhend berücksichtigt.
- 141 Das steuerliche Einlagekonto der SNP SE beträgt zum 31. Dezember 2024 hochgerechnet EUR 27,8 Mio.<sup>56</sup>

#### 4.2.2 Vorausgegangene Erwerbsangebote

- 142 Der Ankündigung des Beherrschungsvertrags zwischen Succession und der SNP SE sind zwei freiwillige öffentliche Übernahmeangebote vorausgegangen.
- 143 Am 17. Mai 2023 hat die Octapharma AG, Schweiz, beschlossen, den Aktionären der SNP SE ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, sämtliche auf den Inhaber lautenden Stückaktien der SNP zu erwerben. Der Angebotspreis betrug EUR 33,50 in bar je

<sup>55</sup> Davon entfallen EUR 15,0 Mio. auf nicht angesetzte steuerliche Verlustvorträge und EUR 15,7 Mio. auf angesetzte steuerliche Verlustvorträge.

<sup>56</sup> Gemäß Ausführung der Bewertungsgutachterin beläuft sich das steuerliche Einlagenkonto auf EUR 27,8 Mio. per 31. Dezember 2022. Auf Basis von Hochrechnungen von SNP wird das steuerliche Einlagenkonto auf EUR 27,8 Mio. per 31. Dezember 2024 beziffert.

SNP SE-Aktie. Der Angebotspreis von EUR 33,50 beinhaltete einen Aufschlag von EUR 3,83 bzw. rund 12,9% bezogen auf den volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs, wie von der BaFin mitgeteilt. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage war die Octapharma AG mittelbar vom Heidelberger Unternehmer Herrn Wolfgang Marguerre beherrscht. Vor der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots hielt Herr Marguerre 28,83% der Aktien der SNP SE. Nach Abschluss des öffentlichen Übernahmeangebots hielt Herr Marguerre direkt und indirekt 63,8% der Aktien der Gesellschaft.

- 144 Am 23. Dezember 2024 hat Succession, eine von Investmentfonds kontrollierte Holdinggesellschaft, die von Carlyle und deren verbundenen Unternehmen beraten wird, ihre Absicht erklärt, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an alle außenstehenden Aktionäre der SNP SE zu einem Preis von EUR 61,00 pro Aktie in bar abzugeben. Der Angebotspreis entsprach einer Prämie von 17,2% auf den dreimonatigen volumengewichteten Durchschnittskurs vor der Ankündigung der Abgabe des Angebots. Weiterhin hat Succession eine verbindliche Vereinbarung mit dem Mehrheitsaktionär Wolfgang Marguerre über den Erwerb seines Anteils an der Gesellschaft abgeschlossen, der zum Zeitpunkt der Ankündigung der Abgabe des Angebots 65,19% der Aktien hielt. Zudem hat Succession mit weiteren Aktionären unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen für insgesamt 11,06% der Aktien der Gesellschaft abgeschlossen. Die Angebotsfrist für das Übernahmeangebot begann am 31. Januar 2025 und endete am 7. März 2025. Die erweiterte Annahmefrist des Angebots endete am 26. März 2025. Nach Abschluss des öffentlichen Übernahmeangebots hielt Succession 77,78% der Aktien der SNP SE.

## 4.2.3 Wirtschaftliche Verhältnisse

### 4.2.3.1 Unternehmenshistorie

146 Nachfolgende Abbildung fasst die wesentlichen Meilensteine der Unternehmensgeschichte der SNP SE zusammen.

Abbildung 2: SNP SE – Unternehmenshistorie



Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

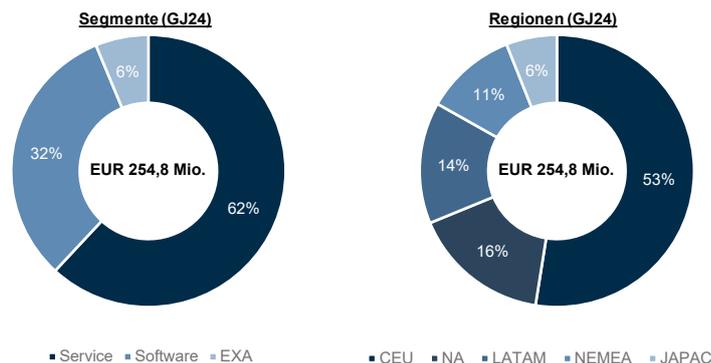
- 147 Die SNP Schneider-Neureither GmbH wurde von Andreas Schneider-Neureither und Petra Neureither im Jahr 1994 gegründet. Der Fokus des Unternehmens lag auf innovativen SAP-Beratungs- und Dienstleistungen, mit denen Unternehmen ihre Geschäftsdaten optimieren und neue Lösungen implementieren können.
- 148 Im Jahr 1996 wurde die Schneider-Neureither & Partner GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelt.
- 149 2000 führte das Unternehmen einen Börsengang an der Hamburger Börse durch und wechselte drei Jahre später in den General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse.
- 150 Im Jahr 2009 führte SNP seine erste integrierte Softwarelösung für SAP-Transformationen – „SNP Transformation Backbone“ – ein und brachte sie im Jahr 2010 auf den Markt. Die „SNP Transformation Backbone“ war die weltweit erste Standardsoftware, die Unternehmen sowohl bei der Analyse als auch bei der Transformation ihrer IT-Systeme ganzheitlich, strukturiert und automatisiert unterstützte. Die Markteinführung dieser Software stellte einen entscheidenden Moment in der Geschichte der SNP dar und ermöglichte der Gesellschaft, sich nicht nur als Berater, sondern auch als Anbieter von intelligenten und sicheren digitalen Transformationen mit eigener Software zu behaupten.
- 151 Im Jahr 2014 wurden die Aktien der Gesellschaft zum Segment Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen.
- 152 Seit 2017 firmiert die Gesellschaft als Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea/SE).
- 153 Ein wichtiger Meilenstein in der Unternehmensgeschichte war die Einführung der Datenmanagement-Plattform CrystalBridge im Jahr 2018. Diese Plattform erlaubte eine sichere und schnelle Analyse, Archivierung, Restrukturierung und Migration von Daten in neue Systeme oder Cloud-Umgebungen. In Kombination mit dem von SNP entwickelten „BLUEFIELD™“-Ansatz wurde die Möglichkeit geschaffen, die SAP-Landschaften mit minimalen operativen Ausfallzeiten nahe null zu aktualisieren, umzuwandeln und zu modernisieren.
- 154 2024 präsentierte SNP die neue modulare Technologieplattform Kyano, die den Funktionsumfang von CrystalBridge erweitert, mehr Agilität und Flexibilität sowie mehr Offenheit für Quell- und Zielsysteme anderer Hersteller bietet.
- 155 Ein wesentlicher Wachstumstreiber der Gesellschaft ist die Akquisitionsstrategie. Zu den bedeutsamen Akquisitionen der letzten Jahre gehören die Akquisition der EXA-Gruppe, der Datavard-Gruppe sowie der Trigon-Gruppe.

- 156 Im Jahr 2021 hat SNP SE 74,9% der Geschäftsanteile an der EXA-Gruppe übernommen. EXA ist ein führender Anbieter von Transformationslösungen im Bereich Financial Management, insbesondere in den Themen Operational Transfer Pricing und Global Value Chain. Aus der strategischen Erweiterung des Portfolios erwartet die SNP-Gruppe deutliche Synergien im Go-to-Market und in der Produktentwicklung.
- 157 In demselben Jahr übernahm SNP SE 100% der Geschäftsanteile an der Datavard-Gruppe. Datavard ist seit mehr als 20 Jahren am Markt aktiv und fokussiert sich auf Transformationen und Datenmanagement in SAP-Landschaften. Die Übernahme der Datavard-Gruppe spielt eine wichtige Rolle in der Umsetzung der Plattformstrategie von SNP.
- 158 Im Mai 2024 erwarb SNP SE 51% der Anteile an der Trigon-Gruppe. Die Trigon-Gruppe berät seit 1997 mittelständische und große Unternehmen im Bereich IT-Anwendungen und hat SAP S/4HANA und RISE with SAP zu einem Schwerpunkt ihrer Beratungsarbeit gemacht. Mit der Akquisition der Trigon-Gruppe stärkt SNP sein Premium-Kooperationsmodell.
- 159 In den Geschäftsjahren 2021 und 2022 veräußerte SNP SE ihre Anteile an der SNP Poland Sp. Z o.o., Suchy Las, Polen, (umfirmiert auf All for One Poland Sp. z o.o.) an die All for One Group SE.
- 160 In den vergangenen zwei Jahren ist SNP SE Gegenstand von zwei Übernahmen geworden: 2023 von der Octapharma AG und 2024 von der Succession, einer Holdinggesellschaft, die von Investmentfonds kontrolliert wird, die von der globalen Investmentgesellschaft Carlyle beraten werden.
- 161 Gemäß Ankündigung vom 22. Januar 2025 beabsichtigt Succession, im Jahr 2025 nach erfolgreichem Abschluss der Übernahme einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der SNP SE abzuschließen.

#### 4.2.3.2 Geschäftsmodell und -strategie

- 162 Der SNP-Konzern ist ein international tätiges Software- und Beratungsunternehmen mit Fokus auf die digitale Transformation von IT-Landschaften im SAP-Umfeld. Das Geschäftsmodell basiert auf der Entwicklung und Vermarktung eigener Softwarelösungen, insbesondere der Plattform CrystalBridge®, kombiniert mit umfangreichen Transformations- und Beratungsdienstleistungen. Ziel des Unternehmens ist es, komplexe Veränderungsprozesse innerhalb der IT-Landschaft seiner Kunden zu vereinfachen, zu beschleunigen und sicher zu gestalten. Dabei adressiert SNP insbesondere Transformationsprojekte im Kontext von SAP S/4HANA-Migrationen, Carve-outs, Fusionen und Akquisitionen sowie der Cloud-Migration.
- 163 Ein wesentliches Merkmal des Geschäftsmodells ist das Zusammenspiel von proprietärer Software mit einem leistungsstarken Beratungsangebot. Im Mittelpunkt steht dabei die Plattform CrystalBridge®, die Kunden die strukturierte Analyse, Simulation und Durchführung von Transformationen ermöglicht. Durch den modularen Aufbau lassen sich einzelne Transformationsschritte standardisiert abbilden und automatisieren. Seit 2024 wird CrystalBridge® zunehmend in die cloudbasierte Lösung Kyano überführt, womit SNP mittelfristig den Übergang hin zu einem vollständig plattformbasierten Software-as-a-Service-Modell (SaaS) realisiert.
- 164 Der Vertrieb erfolgt sowohl direkt durch SNP als auch zunehmend über Partnerkanäle. Hierzu zählen neben Beratungsunternehmen und Systemintegratoren auch Hyperscaler wie Microsoft Azure, Amazon Web Services und Google Cloud. Eine zentrale Rolle spielt zudem die Partnerschaft mit SAP, insbesondere im Zusammenhang mit dem Programm „RISE with SAP“, das eine Modernisierung der SAP-Landschaften in die Cloud vorsieht. SNP positioniert sich dabei als technischer Enabler für die notwendige Datenmigration und Systemkonsolidierung.
- 165 Nachfolgende Abbildung zeigt die Aufteilung der Umsatzerlöse im GJ24 nach Segment und Region.

Abbildung 3: SNP-Konzern – Umsatzerlöse nach Segment und Region



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

166 Das operative Geschäft ist in drei Segmente untergliedert:

- **Services** (62% der Umsatzerlöse im GJ24): Das Segment umfasst Beratungs- und Implementierungsleistungen im Rahmen von IT- und SAP-Transformationen. Zentrale Leistungen sind Datenmigrationen und Systemumbauten, meist unter Einsatz von BLUEFIELD™ und Kyano. Umsätze entstehen projektbezogen entsprechend dem Leistungsfortschritt.
- **Software** (32%): SNP bündelt die Entwicklung, Lizenzierung und Wartung ihrer Produkte CrystalBridge® und Kyano. Der Fokus liegt auf standardisierter, cloudbasierter Software zur Prozess- und Datentransformation. Ziel ist der Ausbau wiederkehrender Erlöse durch SaaS-Modelle.
- **EXA** (6%): EXA bietet spezialisierte Software- und Beratungsleistungen rund um die Themen Finanzen und Transferpreise internationaler Konzerne. Der Fokus liegt auf regulierten Branchen wie Chemie und Pharma. Das Modell kombiniert Lizenzumsätze mit projektspezifischen Dienstleistungen.

167 Darüber hinaus gliedert SNP ihre Geschäftstätigkeit regional in fünf globale Märkte:

- **CEU - Zentraleuropa inkl. Deutschland, Österreich, Schweiz, Slowakei** (53% der Umsatzerlöse im GJ24): CEU stellt die mit Abstand wichtigste Region für SNP dar. Sie ist Heimat des Headquartiers sowie Ursprung zahlreicher Großprojekte und langfristiger Kundenbeziehungen. Die Region profitiert von einer starken Durchdringung des DACH-Markts mit SAP-Systemen sowie von etablierten Vertriebs- und Implementierungskapazitäten.
- **NA – Nordamerika** (16%): Nordamerika gilt als ein zentraler Wachstumsmarkt. Der Markt ist durch eine hohe Cloud-Affinität, hohe M&A-Aktivitäten sowie eine stark projektgetriebene Transformationsdynamik geprägt. SNP hat hier insbesondere von der SAP-Partnerschaft und dem RISE-with-SAP-Programm profitiert
- **LATAM – Lateinamerika** (14%): In Lateinamerika konnte SNP in den letzten Jahren ein stabiles Wachstum erzielen. Die Region ist geprägt durch eine wachsende Nachfrage nach SAP-Modernisierungen in Mittel- und Südamerika. Länder wie Chile, Argentinien und Mexiko bilden hier wichtige Umsatzträger, die über lokale Einheiten bedient werden.
- **NEMEA - Nord-, Mittelosteuropa inkl. UK, Irland, Nordics und Middle East** (11%): Diese Region wurde im Jahr 2024 strategisch neu definiert und um Nordics sowie Middle East erweitert. Die Region zeichnet sich durch eine zunehmende Zahl internationaler Großkunden aus, die auf standardisierte Transformationslösungen setzen.
- **JAPAC - Asien-Pazifik inkl. Japan, Indien, Australien, Singapur** (6%): Obwohl der Anteil am Konzernumsatz noch vergleichsweise gering ist, stellt JAPAC langfristig eine strategisch relevante Wachstumsregion dar. In Indien, Australien und Singapur bestehen operative Einheiten, die sowohl lokale Kunden als auch globale Konzernprojekte betreuen.

168 Die Strategie von SNP ist maßgeblich durch den technologischen Wandel im SAP-Ökosystem geprägt. Ein zentraler Treiber ist die verpflichtende Migration von SAP-Kunden auf SAP

S/4HANA bis spätestens 2027, da SAP den Support für ältere ERP-Versionen danach einstellt. Dabei verfolgt SNP vier strategische Grundprinzipien:

- Erstens wird der Softwarebereich systematisch skaliert, insbesondere durch den Ausbau und die Überführung von CrystalBridge in die neue cloudbasierte Plattform Kyano. Diese erlaubt es, Transformationsprojekte als Plattformdienstleistung mit hoher Wiederverwendbarkeit, Prozesssicherheit und geringerer Abhängigkeit von Einzelberatern zu realisieren. Die Entwicklung in Richtung Subskriptionsmodelle (SaaS) fördert darüber hinaus die Erhöhung wiederkehrender Erlöse und die Margenstabilität.
- Zweitens investiert SNP gezielt in den Ausbau ihres Partnerökosystems. Dazu zählen insbesondere strategische Partnerschaften mit SAP, aber auch Kooperationen mit Hyperscalern wie Microsoft Azure, Amazon Web Services und Google Cloud.
- Drittens setzt SNP auf eine gezielte internationale Expansion. Während der Heimatmarkt DACH weiterhin stabil wächst, liegt besonderes Augenmerk auf dem nordamerikanischen Markt, wo SNP zuletzt hohe zweistellige Wachstumsraten verzeichnen konnte. Auch Lateinamerika und Asien-Pazifik gelten als strategische Fokusregionen mit großem Potenzial, insbesondere durch global tätige Konzerne mit komplexen SAP-Landschaften.
- Viertens wird das Beteiligungssegment EXA als eigenständig wachstumsfähige Einheit positioniert, die insbesondere in regulierten Industrien wie Pharma, Chemie und Finanzdienstleistungen Kundenansprache und Marktdurchdringung weiter steigern soll.

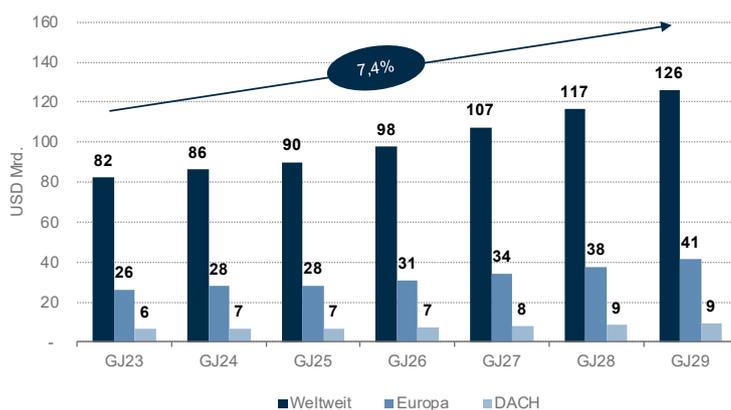
#### 4.2.4 Markt- und Wettbewerbsumfeld

##### Markt für Application Technology Consulting

169

Im ersten Schritt betrachten wir die Entwicklung des weltweiten Markts für Application Technology Consulting – einem Marktsegment gemäß der Klassifizierung in der Gartner-Studie "The Worldwide Services Market, 2023–2029 (Q1 25 Update)". Das globale Marktvolumen im Segment Application Technology Consulting belief sich laut Gartner im Jahr 2023 auf rund USD 82 Mrd. und soll bis 2029 auf USD 126 Mrd. anwachsen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (CAGR) von 7,4% entspricht. Besonders relevant für SNP ist der DACH-Markt, der im selben Zeitraum von USD 6 Mrd. auf USD 9 Mrd. zulegt (CAGR: 6,7%). Der europäische Markt wächst im selben Zeitraum von USD 26 Mrd. auf USD 41 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,9% entspricht.

**Abbildung 4: Application Technology Consulting – Historische und prognostizierte Ausgaben nach Endnutzer**



Quelle: Gartner; A&M Analyse.

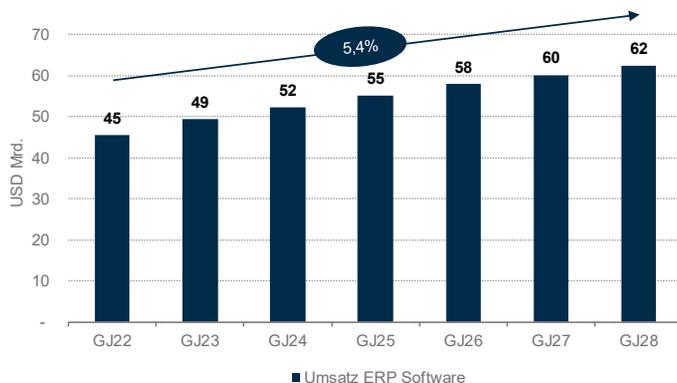
##### ERP-Softwaremarkt

170

Im zweiten Schritt analysieren wir den globalen ERP-Softwaremarkt, der eine zentrale Grundlage für das Kerngeschäft von SNP bildet. Laut Statista-Prognose wächst das Marktvolumen in diesem Segment von USD 49 Mrd. im Jahr 2023 auf USD 62 Mrd. im Jahr 2028, was einem CAGR von 5,4% entspricht. Der Markt wird von einigen wenigen großen Anbietern dominiert. Laut der Marktstudie *SAP Industry Overview and Insights* von Houlihan

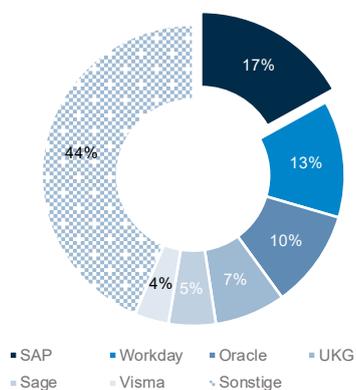
Lokey (Oktober 2024), die auf Daten von Gartner basiert, hält SAP mit einem Marktanteil von 17% die führende Position im globalen ERP-Softwaremarkt. Dahinter folgen Workday mit 13% sowie Oracle mit einem Anteil von 10%.

**Abbildung 5: Entwicklung des weltweiten ERP-Softwaremarkts (Umsatz)**



Quelle: Statista; A&M Analyse.

**Abbildung 6: Globaler ERP-Softwaremarkt – Umsatzanteile nach Anbieter (2022)**



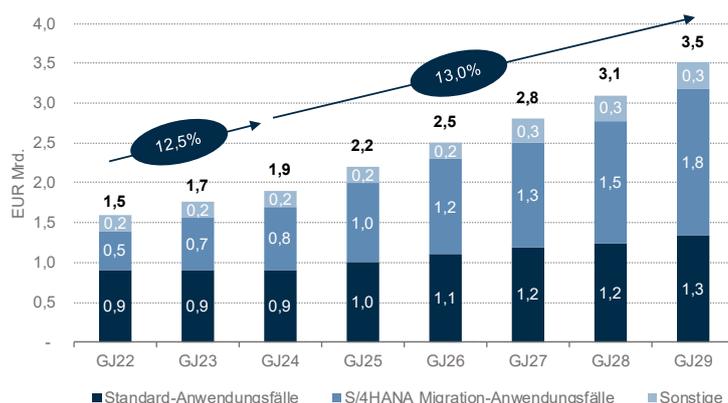
Quelle: Houlihan Lokey; A&M Analyse.  
Anmerkung: Houlihan Lokey verwendet Marktdaten von Gartner.

### Markt für SAP-Datenmigration und -Integration

171 Des Weiteren haben wir den spezialisierten Teilmarkt für SAP-Datenmigrationen und -Integrationen analysiert, der unmittelbar mit dem Transformationsfokus von SNP verknüpft ist. Wie in nachstehender Abbildung aus der Studie eines internationalen Beratungsunternehmens<sup>57</sup> ersichtlich, zeigt dieser Markt ein signifikantes Wachstum über alle zentralen Anwendungsbereiche hinweg.

<sup>57</sup> Marktstudie eines internationalen Beratungsunternehmens, Stand 13. Dezember 2024.

Abbildung 7: SAP-Datenmigration und -Integration – Übersicht globaler Anwendungsfälle



Quelle: Studie eines internationalen Beratungsunternehmens; A&M Analyse.  
Anmerkung: Die Studie verwendet Datenquellen wie Refinitiv/LSEG, Capital IQ, Statista und Expert Interviews.

172 Der Markt lässt sich gemäß den Analysen eines internationalen Beratungsunternehmens in drei zentrale Anwendungsfälle unterteilen, die jeweils durch unterschiedliche Wachstumstreiber geprägt sind:

- **Standard-Anwendungsfälle** umfassen klassische und wiederkehrende Migrationsprojekte wie Fusionen & Übernahmen (M&A), interne Reorganisationen und Datenqualitätsinitiativen. Diese bilden einen signifikanten Teil des Markts und wachsen von 2024 bis 2029 mit einem CAGR von 8,3%. Besonders M&A-bezogene Migrationen und Migrationen von Nicht-SAP-Systemen werden hier als wachstumsstark identifiziert.
- **S/4HANA Migration-Anwendungsfälle** stellen den dynamischsten Wachstumstreiber innerhalb des Markts dar. Dieses Segment wird maßgeblich durch den bevorstehenden Support-Stopp für SAP ECC sowie die zunehmende Verbreitung moderner Clean-Core-Architekturen getrieben. Der Übergang auf S/4HANA entwickelt sich somit zum zentralen Impulsgeber, mit einem prognostizierten CAGR von 18,1 % von 2024 bis 2029.
- **Sonstige Anwendungsfälle** umfassen SAP-bezogene Datenintegrationen, insbesondere in Verbindung mit Cloud-Plattformen und analytischen Anwendungen. Auch dieses Segment wächst dynamisch und profitiert von der verstärkten Nutzung von SAP-Daten in unternehmensweiten Analyseplattformen.

173 Besonders hervorzuheben ist dabei das Segment der S/4HANA-Migrationen, das sich nochmals in zwei wesentliche Bereiche unterteilt:

Abbildung 8: SAP-Datenmigration und -Integration – Übersicht globaler Anwendungsfälle (S/4HANA Migration-Anwendungsfälle)



Quelle: Studie eines internationalen Beratungsunternehmens; A&M Analyse.  
Anmerkung: Studie verwendet Datenquellen wie Refinitiv/LSEG, Capital IQ, Statista und Expert Interviews.

- 174 **ECC zu S/4HANA Migrationen:** Dieses Marktsegment ist derzeit das volumenstärkste im Bereich SAP-Transformationen und wird bis 2030 zunehmend von hybriden Migrationsansätzen dominiert. Der Anteil hybrider Migrationen steigt laut der Prognose des o.g. internationalen Beratungsunternehmens von 28% im Jahr 2024 auf 50% im Jahr 2030. Der Rückgang von Greenfield-Projekten ist vor allem auf deren hohe Komplexität und Ressourcenbedarf zurückzuführen – insbesondere vor dem Hintergrund der nahenden Wartungsfristen für SAP ECC. Auch der Anteil klassischer Brownfield-Migrationen nimmt zu, da Unternehmen verstärkt auf verbesserte SAP-Tools oder günstigere Drittanbieterlösungen zurückgreifen, die eine kostenoptimierte Systemkonvertierung ermöglichen. SNP fokussiert sich im Rahmen seiner Projekte auf die BLUEFIELD™-Methode, einen hybriden Transformationsansatz, der selektive Datenmigration mit hoher Flexibilität und minimalen Betriebsunterbrechungen verbindet.
- **S/4HANA zu S/4HANA Migrationen:** Angetrieben durch SAPs Clean-Core-Initiative sollen diese Migrationen mit einem CAGR von 38% bis 2030 besonders dynamisch wachsen. Sie ermöglichen Unternehmen den reibungslosen Übergang zu modernen Cloud-Architekturen und stehen damit sinnbildlich für die nächste Stufe der SAP-Systemtransformation.

#### *Aktuelle Migrationsvolumina*

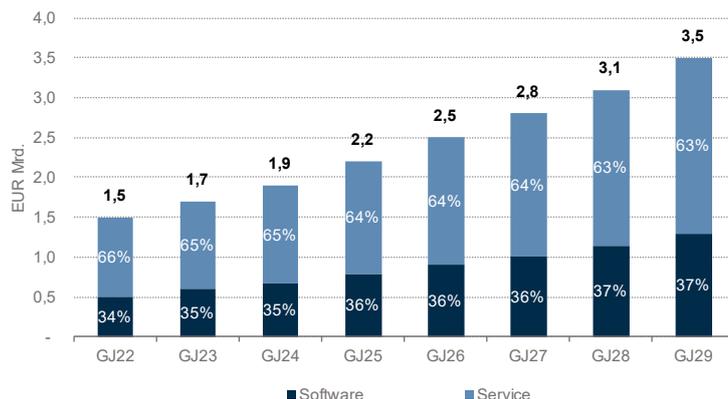
- 175 Aktuelle Marktdaten von SAP Insider<sup>58</sup> unterstreichen die Dynamik der weltweiten Umstellung auf S/4HANA: Bereits 34% der befragten Unternehmen haben die Transformation abgeschlossen, weitere 41% planen die Migration vor Ablauf der von SAP gesetzten Wartungsfrist im Jahr 2027. Gleichzeitig geben jedoch 18% an, die Umstellung bis Ende 2027 voraussichtlich nicht abschließen zu können – sei es aufgrund von Komplexität, Ressourcenengpässen oder Kosten. 7% der Organisationen haben derzeit keine Pläne zur Einführung von S/4HANA.
- 176 Gartner prognostiziert jährlich zwischen 1.400 und 1.500 Implementierungs- und Upgrade-Projekte durch Neukunden. Zusätzlich wird erwartet, dass jährlich rund 1.200 bis 1.300 Bestandskundenprojekte durchgeführt werden, insbesondere im Rahmen von Migrationen aus der SAP ECC-Welt. Für die Jahre 2024 bis 2025 wird ein Migrationsvolumen von rund 5.000 Kundenprojekten erwartet, bei denen ein Upgrade der SAP S/4HANA-Version 1709 auf die Version 2020 erfolgt. Zwischen 2026 und 2027 folgen voraussichtlich etwa 3.000 weitere Migrationen auf die Versionen 2021 und 2022. Das Migrationsvolumen dürfte seinen Höhepunkt in den Jahren 2027 und 2030 erreichen.

#### *Software- vs. Serviceanteile*

- 177 Laut Management von SNP sowie gemäß dem aktuellen Business Plan soll der Anteil softwarebasierter Umsätze im Geschäftsmodell künftig weiter steigen. Vor diesem Hintergrund gewinnt die Differenzierung zwischen software- und servicegetriebenen Anwendungsfälle an strategischer Bedeutung.
- 178 Wie in der zugehörigen Abbildung ersichtlich, steigt der Softwareanteil innerhalb einzelner Anwendungsfälle, da Anbieter zunehmend auf eine verbesserte Benutzerfreundlichkeit, automatisierte Selbstbedienungsfunktionen für sowie KI-gestützte Vorkonfigurationen setzen. Gleichzeitig variiert der Anteil an Dienstleistungen je nach Migrationsszenario: Ein hoher Serviceanteil ist insbesondere bei komplexen, wenig standardisierten Migrationen (z. B. von Nicht-SAP- auf SAP-Systeme oder bei internen Reorganisationen) erforderlich, während standardisierte Anwendungsfälle wie etwa Transfer-Pricing-Projekte überwiegend durch Softwarelösungen mit minimalem Serviceeinsatz abgedeckt werden.

<sup>58</sup> SAP Insider (Februar 2025): *Detailed Findings from the Benchmark Report: SAP S/4HANA Migration 2025*. Autoren: Robert Holland, Suparna Chawla Bhasin.

**Abbildung 9: SAP-Datenmigration und -Integration – Übersicht globaler Anwendungsfälle (Aufteilung in Software und Services)**

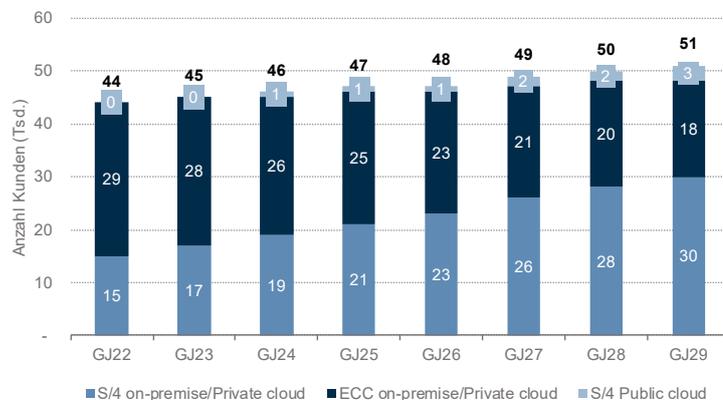


Quelle: Studie eines internationalen Beratungsunternehmens; A&M Analyse.  
Anmerkung: Die Studie benennt Expert:inneninterviews als Datenquelle für diese Analyse.

### Public vs. Private Cloud

179 Ein zentrales Thema im Rahmen der SAP-Transformationen ist die Frage nach dem zukünftigen Betriebsmodell: Public Cloud versus Private Cloud. Wie aus der nachstehenden Abbildung hervorgeht, nutzten im Geschäftsjahr 2024 weltweit etwa 19.000 Kunden S/4HANA On-Premise bzw. Private Cloud, während etwa 26.000 weiterhin mit ECC-Systemen arbeiten. Die Public Cloud kommt lediglich bei circa 1.000 Kunden zum Einsatz. Der geringe Anteil erklärt sich vor allem durch die hohen Anforderungen an Clean-Core-Architekturen, die komplexe und weitgehend standardisierte Migrationsprojekte erfordern.

**Abbildung 10: SAP-ERP-Kundenbasis nach Produkt, weltweit**



Quelle: Studie eines internationalen Beratungsunternehmens; A&M Analyse.  
Anmerkung: Die Studie verwendet Datenquellen wie UBS (Global Research/Evidence Lab) und Expert Interviews.

180 Bis zum Geschäftsjahr 2029 soll die Zahl der Kunden mit S/4HANA On-Premise/Private Cloud deutlich auf 30.000 steigen, während ECC nur noch von 18.000 Unternehmen genutzt wird. Der Anteil der S/4HANA Public Cloud soll moderat auf 3.000 Kunden anwachsen. SAP wird diesen Wandel aktiv vorantreiben, um zentrale System-Upgrades über die Cloud effizienter zu steuern.

### Wettbewerber

181 Zu den wichtigsten Wettbewerbern von SNP zählen nach Angaben des Managements Natuvion GmbH, cbs Corporate Business Solutions Unternehmensberatung GmbH, BackOffice Associates, LLC d/b/a Syniti ("Syniti") und EPI-USE Labs GmbH. Aufgrund der fehlenden Börsennotierung konnten die Wettbewerber nicht in der Peer Group (siehe Abschnitt 4.2.5) berücksichtigt werden.

#### 4.2.5 Vergleichbare Unternehmen

- 182 Die Identifikation einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen („**Peer Group**“) ist essenzieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung. Die Peer Group hat dabei unterschiedliche Zwecke zu erfüllen:
- **Kapitalkosten** (siehe Abschnitt 4.4.6): Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten erfolgt die Bestimmung eines angemessenen Betafaktors über eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen, sofern das Bewertungsobjekt nicht börsennotiert ist oder die zugrundeliegenden Kapitalmarktdaten eines börsennotierten Bewertungsobjekts nicht aussagekräftig sind.
  - **Wachstums- und Margen-Analysen** (siehe Abschnitt 4.4.4): Die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden prognostizierten finanziellen Überschüsse sind im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen zu überprüfen.<sup>59</sup> Als Anhaltspunkt für die Plausibilität der geplanten Überschüsse kann insbesondere ein Vergleich des geplanten Wachstums und der geplanten Margen mit dem Wachstum und den Margen der Peer-Unternehmen dienen.
  - **Multiplikator-Verfahren** (siehe Abschnitt 4.5.1 und 4.5.2): Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach dem DCF-Verfahren können vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikator-Verfahren herangezogen werden.<sup>60</sup> In der Praxis kommen dabei häufig Ergebnismultiplikatoren wie beispielsweise Unternehmenswert/EBITDA zum Einsatz. Diese können aus den Kurs- und Fundamentaldaten der Peer Group Unternehmen abgeleitet werden.
- 183 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche und mit ähnlichem Produkt- und Tätigkeitsspektrum in Frage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren.
- 184 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie den Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsengelisteden Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.
- 185 Für die Grundgesamtheit (Long List) der infrage kommenden Vergleichsunternehmen haben wir folgende Unternehmen herangezogen:
- Die von der Gesellschaft genannten Wettbewerber (siehe Abschnitt 4.2.4);
  - Auf Basis der S&P Capital IQ-Datenbank: Börsennotierte Gesellschaften aus der Branche „Software and Services“ mit einer Marktkapitalisierung von mindestens EUR 50 Mio., die ihren Sitz in Europa, Nordamerika oder in einem Industriestaat des asiatisch-pazifischen Raums (einschließlich China) haben und deren in der Datenbank hinterlegte Geschäftsbeschreibung die Stichwörter „SAP“ oder „S/4HANA“ enthält. Die EUR 50 Mio.-Grenze wurde gewählt, da die Aussagekraft von Aktienkursen auch durch die Höhe der zugrundeliegenden Marktkapitalisierung beeinflusst wird. Je geringer die Marktkapitalisierung ist, desto weniger wird das entsprechende Unternehmen am Kapitalmarkt gehandelt und desto weniger werden die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen im Aktienkurs widerspiegelt. Das gleiche Prinzip gilt ebenfalls für einen zu geringen Streubesitz. Befindet sich nur ein kleiner Anteil der insgesamt ausstehenden Aktien eines Unternehmens im Streubesitz, so wird die wirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen nur unzureichend im Aktienkurs reflektiert.

<sup>59</sup> IDW S 1, Tz. 68, 81, 107 und 108.

<sup>60</sup> IDW S 1, Tz. 143 und 164 ff.

- Ebenfalls auf Basis der S&P Capital IQ-Datenbank: Börsennotierte Gesellschaften der Branche „IT Consulting and Other Services“ aus den genannten Regionen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens EUR 50 Mio., um auch solche Gesellschaften zu erfassen, deren in der Datenbank hinterlegte Geschäftsbeschreibung keine explizite Nennung von „SAP“ oder „S/4HANA“ enthält, die jedoch einen Schwerpunkt auf ERP-Systeme oder SAP-bezogene Beratungs- bzw. Migrationsdienstleistungen aufweisen könnten.
  - Peer-Unternehmen aus den zum Bewertungsstichtag aktuell verfügbaren Analysten - Reports von Berenberg, Stifel und Warburg.
- 186 Des Weiteren haben wir die Liquidität der von uns identifizierten potenziellen Vergleichsunternehmen anhand marktüblicher Kriterien überprüft:
- Wir haben die Geld-Brief-Spannen sämtlicher in der Short List verbleibenden Unternehmen untersucht. Die Spanne zwischen dem Geldkurs (Kaufpreis) und dem Briefkurs (Verkaufspreis) gilt in der Praxis als Indikator für die Handelsliquidität eines Wertpapiers. Im Rahmen der Bewertung wurden nur solche Vergleichsunternehmen berücksichtigt, deren durchschnittliche Geld-Brief-Spanne im Zweijahreszeitraum vor Durchführung unserer Analyse unter 1,25% lag.
  - Zudem wurde der Streubesitzanteil überprüft. Berücksichtigt wurden ausschließlich solche Unternehmen, deren Streubesitz zum Bewertungsstichtag mindestens 20% der ausstehenden Aktien betrug, da ein zu geringer Streubesitz regelmäßig zu eingeschränkter Handelbarkeit und verzerrten Kursentwicklungen führt.
- 187 Auf dieser Grundlage haben wir nach Ausschluss von Duplikaten und Unternehmen mit einem unvollständigen Datensatz 43 börsennotierte Unternehmen identifiziert, die potenziell als Vergleichsunternehmen infrage kommen könnten.
- 188 Anschließend haben wir die verbleibenden Unternehmen einer detaillierten Analyse des jeweiligen Geschäftsmodells unterzogen. Im Rahmen dieser qualitativen Prüfung wurden alle Unternehmen ausgeschlossen, deren Geschäftstätigkeit keinen sichtbaren Schwerpunkt auf ERP-Systeme oder SAP-bezogene Beratungs- bzw. Migrationsdienstleistungen aufweist. Nach Anwendung dieses Filterschritts reduzierte sich die Anzahl der potenziellen Vergleichsunternehmen auf elf.
- 189 Zusammenfassend erachten wir auf Basis unserer vorstehenden Analysen die nachfolgend genannten elf Peer-Unternehmen als vergleichbar zum SNP-Konzern:
- adesso SE („**adesso**“),
  - All for One Group SE („**All for One**“),
  - Allgeier SE („**Allgeier**“),
  - Bechtle AG („**Bechtle**“),
  - Cancom SE („**Cancom**“),
  - DATAGROUP SE („**DATAGROUP**“),
  - Nagarro SE („**Nagarro**“),
  - NTT DATA Group Corporation („**NTT DATA**“),
  - Reply S.p.A. („**Reply**“),
  - Sopra Steria Group SA („**Sopra Steria**“),
  - Wavestone SA („**Wavestone**“).
- 190 Die Unternehmensprofile der Peer-Unternehmen sind in Anhang A&M-001: „Detaillierte Beschreibung der Vergleichsunternehmen“ aufgeführt.
- Prüfung der Peer Group der Bewertungsgutachterin**
- 191 Wir haben die Auswahl der Vergleichsunternehmen durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist grundsätzlich mit unserer

Vorgehensweise vergleichbar und führt zu einer übereinstimmenden Peer Group. Wir erachten die von ValueTrust zugrunde gelegte Vergleichsgruppe für sachgerecht.

#### 4.2.6 Vergangenheitanalyse

192 Die Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage („Vergangenheitsanalyse“) ermöglicht zum einen die Plausibilisierung der Börsenkursentwicklung und stellt zum anderen einen wesentlichen Bestandteil der Plausibilisierung der Planung dar. Die von uns vorgenommene Vergangenheitsanalyse bezieht sich auf die GJ22-24 („Vergangenheitszeitraum“) und basiert auf den Konzernabschlüssen und Konzernlageberichten der SNP im Vergangenheitszeitraum.

##### 4.2.6.1 Vermögenslage

193 Nachfolgende Tabelle zeigt die Vermögenslage des SNP-Konzerns gemäß IFRS im Vergangenheitszeitraum. Die Spalte „%Total“ weist den Anteil der jeweiligen Position zum Dez24 an der Bilanzsumme zum Dez24 aus.

**Tabelle 1: SNP-Konzern – Vermögenslage (unbereinigt)**

EUR Mio.	Ist Dez22	Ist Dez23	Ist Dez24	% Total Dez24
Geschäfts- oder Firmenwert	72,6	68,0	78,7	25,1%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	19,1	15,3	17,2	5,5%
Sachanlagen	5,2	4,2	4,4	1,4%
Nutzungsrechte	15,0	14,2	14,3	4,6%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	12,8	6,4	2,1	0,7%
Latente Steuern	5,8	5,9	9,1	2,9%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>130,5</b>	<b>114,0</b>	<b>125,8</b>	<b>40,1%</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	80,3	92,1	88,9	28,4%
Vertragsvermögenswerte Umlaufvermögen	9,6	10,6	18,7	6,0%
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	3,8	3,3	5,4	1,7%
Steuererstattungsansprüche	2,4	1,5	2,0	0,6%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	38,4	40,3	72,5	23,1%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>134,4</b>	<b>147,8</b>	<b>187,5</b>	<b>59,9%</b>
<b>Aktiva</b>	<b>265,0</b>	<b>261,8</b>	<b>313,3</b>	<b>100,0%</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>107,2</b>	<b>108,6</b>	<b>138,0</b>	<b>44,1%</b>
Darlehen	72,1	65,6	60,8	19,4%
Leasing-Verbindlichkeiten	16,7	15,5	15,8	5,0%
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	0,3	(0,1)	3,8	1,2%
Pensionsrückstellungen	1,9	2,7	2,8	0,9%
<b>Finanzielle Verbindlichkeiten</b>	<b>91,0</b>	<b>83,7</b>	<b>83,2</b>	<b>26,6%</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten	10,8	10,1	8,9	2,8%
Vertragsverbindlichkeiten	11,0	10,7	17,3	5,5%
Kaufpreisverpflichtungen	8,0	7,8	14,8	4,7%
Steuerschulden	1,4	1,1	3,4	1,1%
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	28,6	33,8	39,1	12,5%
Sonstige Rückstellungen	1,2	0,5	1,1	0,4%
Latente Steuern	5,9	5,4	7,3	2,3%
<b>Operative Verbindlichkeiten</b>	<b>66,8</b>	<b>69,4</b>	<b>92,0</b>	<b>29,4%</b>
<b>Passiva</b>	<b>265,0</b>	<b>261,8</b>	<b>313,3</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Die Bilanzsumme ist zunächst von EUR 265,0 Mio. zum Ende des GJ22 auf EUR 261,8 Mio. zum Ende des GJ23 zurückgegangen und danach deutlich auf EUR 313,3 Mio. zum Ende des GJ24 angestiegen. Die Änderung der Vermögenslage war im Vergangenheitszeitraum maßgeblich durch folgende Entwicklungen geprägt:

- Die Akquisition der Trigon-Gruppe im GJ24;
- Ausgleich der Kaufpreisforderung aus dem Verkauf der Minderheitsanteile an der SNP Poland Sp. z.o.o. (jetzt All for One Poland Sp. Z.o.o.) im GJ22;
- Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie der Vertragsvermögenswerte als Resultat der Umsatzentwicklung;
- Teilweise gegenläufige Effekte aus der Währungsumrechnung;
- Hohes positives Konzernperiodenergebnis im GJ24.

194 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der wesentlichen Bilanzposten in der Reihenfolge deren Angabe in der Bilanz in Tabelle 1 ein.

#### Aktiva

195 Das Anlagevermögen des Konzerns belief sich im Dez24 auf 40,1% der Bilanzsumme und war im Wesentlichen durch drei Positionen geprägt: den Geschäfts- oder Firmenwert (25,1% der Bilanzsumme im Dez24), die sonstigen immateriellen Vermögenswerte (5,5% bezogen auf die Bilanzsumme im Dez24) sowie die Nutzungsrechte (4,6% der Bilanzsumme im Dez24).

196 Der Geschäfts- oder Firmenwert ist im GJ23 währungskursbedingt um EUR 4,6 Mio. auf EUR 68,0 Mio. gesunken. Der signifikante Anstieg der Position im GJ24 um EUR 10,7 Mio. auf EUR 78,7 Mio. ist auf die Akquisition der Trigon-Gruppe (+ EUR 3,1 Mio.) und Währungseffekte (+ EUR 7,6 Mio.), insbesondere aus der Region LATAM, zurückzuführen.

197 Die sonstigen immateriellen Vermögenswerte sind im GJ23 aufgrund der fortgeführten Abschreibung der im Rahmen von Unternehmenserwerben der Vorjahre aktivierten immateriellen Vermögensgegenstände um EUR 3,8 Mio. auf EUR 15,3 Mio. zurückgegangen. Im GJ24 stieg die Position aufgrund der Akquisition der Trigon-Gruppe um EUR 1,9 Mio. auf EUR 17,2 Mio. an.

198 Die Nutzungsrechte reduzierten sich im GJ23 infolge von Abschreibungen, denen keine Zugänge gegenüberstanden, um EUR 0,8 Mio. auf EUR 14,2 Mio. und blieben im GJ24 mit EUR 14,3 Mio. weitestgehend stabil.

199 Zu erwähnen sei der signifikante Rückgang von sonstigen finanziellen Vermögenswerten von EUR 12,8 Mio. im GJ22 auf lediglich EUR 2,1 Mio. im GJ24. Dieser Rückgang beinhaltet im Wesentlichen den Ausgleich der Kaufpreisforderung aus dem Verkauf der Minderheitsanteile an der SNP Poland Sp. z.o.o. im GJ22.

200 Auf das Umlaufvermögen entfiel im Dez24 ein Anteil von 59,9% der Bilanzsumme. Die wesentlichen Positionen des Umlaufvermögens waren Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (28,4% bezogen auf die Bilanzsumme im Dez24), Vertragsvermögenswerte (6,0% der Bilanzsumme im Dez24) sowie Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente (23,1% bezogen auf die Bilanzsumme im Dez24).

201 Forderungen aus Lieferungen und Leistungen betragen im Dez24 EUR 88,9 Mio. Die Entwicklung der Position im Vergangenheitszeitraum reflektiert zwei gegenseitige Effekte. Im GJ24 haben sich die langfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen hauptsächlich aufgrund von Zahlungseingängen im Rahmen langfristiger Partnerverträge und gleichzeitig vorgenommener Abschreibungen reduziert. Dagegen spiegelt der Anstieg der kurzfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im GJ23 und GJ24 die im Vergleich zu dem jeweiligen Vorjahr höhere Umsatzentwicklung im vierten Quartal wider.

202 Vertragsvermögenswerte Umlaufvermögen und Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente beliefen sich per Dez24 auf EUR 18,7 Mio. und EUR 72,5 Mio. Die deutliche Erhöhung der Vertragsvermögenswerte (EUR 1,0 Mio. im GJ23 und EUR 8,1 Mio. im GJ24) sowie der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente (EUR 1,9 Mio. im GJ23 und EUR 32,2 Mio. im GJ24) ist ebenso auf die im Vergleich zu dem jeweiligen Vorjahr höhere Umsatzentwicklung im vierten Quartal zurückzuführen. Darüber hinaus beinhaltet die Erhöhung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente die Aufnahme der Darlehen und Einzahlungen aus dem der Minderheitsanteile an der SNP Poland Sp. z.o.o.

#### Passiva

203 Die Passiva bestanden im Dez24 zu 44,1% aus dem Konzerneigenkapital i.H.v EUR 138,0 Mio. Der Anstieg des Konzerneigenkapitals um EUR 29,4 Mio. im GJ24 resultierte aus einem Zuwachs der Gewinnrücklagen infolge des positiven Periodenergebnisses, einem Anstieg der Kapitalrücklage aufgrund von Zuführungen im Zusammenhang mit anteilsbasierten Vergütungen sowie der Erhöhung der sonstigen Rücklagen infolge der Erhöhung des Währungsausgleichspostens.

204 Die finanziellen Verbindlichkeiten, die 26,6% der Bilanzsumme per Dez24 ausmachten, setzten sich hauptsächlich aus Schuldscheindarlehen mit einem Gesamtnominalwert in Höhe von EUR

32,5 Mio. per Dez24 und Laufzeiten bis GJ27 sowie den folgenden weiteren Darlehen zusammen:

- (i) Dem im Februar 2021 aufgenommenen Darlehen der Europäischen Investitionsbank i.H.v. EUR 20 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren und einem fixen Zinssatz von 1,101% p.a.;
- (ii) Einem Darlehen der KfW mit Restbuchwert in Höhe von EUR 1,3 Mio. per Dez24, das vierteljährlich in gleichen Raten von je TEUR 625 getilgt und mit einem fixen Zinssatz von 2,0% p.a. verzinst wird;
- (iii) Einem Bankdarlehen i.H.v. EUR 7,1 Mio., das im GJ24 zur Refinanzierung eines Schuldscheindarlehen aufgenommen wurde, eine Laufzeit bis Dezember 2028 und eine feste Verzinsung von 4,8% hat.

- 205 Die Leasingverbindlichkeiten betragen im Dez24 EUR 15,8 Mio. Der Konzern mietet Büroflächen, Parkplätze sowie Fahrzeuge und hat kurzfristige Mietverträge für Apartments für Mitarbeiter in Berlin abgeschlossen. Die Laufzeiten der Leasingverbindlichkeiten liegen zwischen einem Jahr und zehn Jahren. Die Leasingvertragskonditionen werden individuell ausgehandelt und beinhalten eine Vielzahl von unterschiedlichen Bedingungen. Die Änderungen der Position im Vergangenheitszeitraum waren hauptsächlich durch Zahlungen im Rahmen laufender Leasingverbindlichkeiten und neue Zugänge bedingt.
- 206 Der Anstieg der sonstigen Finanzverbindlichkeiten im GJ24 resultierte vor allem aus der Aufnahme eines Gesellschafterdarlehens in Höhe von EUR 3,3 Mio.
- 207 Die Pensionsrückstellungen stiegen zwischen GJ22 und GJ24 um insgesamt EUR 0,9 Mio. auf EUR 2,8 Mio. an.
- 208 Die wesentlichen Positionen unter den operativen Verbindlichkeiten (29,4% der Bilanzsumme per Dez24) sind Vertragsverbindlichkeiten (5,5% der Bilanzsumme zum Dez24), Kaufpreisverpflichtungen (4,7% der Bilanzsumme per Dez24) sowie sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten (12,5% der Bilanzsumme zum Dez24).
- 209 Die Vertragsverbindlichkeiten betragen im Dez24 EUR 17,3 Mio. Die Veränderungen der Position im Vergangenheitszeitraum hingen von Veränderungen von Projektfortschritt und Abrechnungen ab. Die Erhöhung der Vertragsverbindlichkeiten im GJ24 war überwiegend die Folge von gestiegenen Anzahlungen für langfristige Festpreisprojekte in den Regionen NEMEA und NA. Im GJ24 wurden circa 90% der am 31. Dezember 2023 erfassten Vertragsverbindlichkeiten als Umsatzerlöse erfasst. Im GJ25 wird eine Quote von über 65% erwartet.
- 210 Die Kaufpreisverbindlichkeiten stiegen von EUR 7,8 Mio. im GJ23 auf EUR 14,8 Mio. im GJ24 an. Ursächlich für diese Entwicklung war vor allem die Erhöhung der Kaufpreisverbindlichkeit für den Erwerb der EXA-Anteile.
- 211 Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten beliefen sich im GJ24 auf EUR 39,1 Mio. und setzten sich aus den mitarbeiterbezogenen Verbindlichkeiten, sonstigen Steuern und weiteren kleineren Posten zusammen. Die mitarbeiterbezogenen Verbindlichkeiten betrafen überwiegend Urlaubs- und Bonusverpflichtungen sowie Verpflichtungen für mitarbeiterbezogene soziale Abgaben. Der deutliche Anstieg der sonstigen nichtfinanziellen Verbindlichkeiten im Vergangenheitszeitraum war hauptsächlich auf den Anstieg der mitarbeiterbezogenen Verbindlichkeiten zurückzuführen. Dieser resultierte im GJ24 im Wesentlichen aus höheren Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern, die vor allem aufgrund höherer Abgrenzungen für variable Vergütungen gestiegen sind. Außerdem hat der Anstieg der sonstigen Steuern zum Anstieg der sonstigen nichtfinanziellen Verbindlichkeiten beigetragen.

#### 4.2.6.2 Ertragslage

- 212 Die Analyse der vom Bewertungsobjekt in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse bildet die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen

und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse.<sup>61</sup>

- 213 Dabei ist die historische Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) um nicht nachhaltige Ergebniseffekte (auch: „Sondereffekte“) zu bereinigen. Eine Übersicht zu den vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage findet sich in Abschnitt 4.4.1: „Historische Bereinigungen und Pro-Forma Anpassungen“.
- 214 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf die Ertragslage des SNP-Konzerns im Vergangenheitszeitraum. Die Darstellung der historischen Ertragslage erfolgte entsprechend der Planungslogik. In diesem Zusammenhang wurden im Wesentlichen Materialaufwendungen in Personalaufwand umgegliedert.
- 215 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Vergangenheitszeitraum (Spalte „Ist Ø 22-24“) sind wie folgt definiert:
- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) für den Vergangenheitszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ22-24.
  - Die durchschnittlichen Margen für den Vergangenheitszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ22-24.

**Tabelle 2: SNP-Konzern – Ertragslage (unbereinigt)**

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>173,4</b>	<b>203,4</b>	<b>254,8</b>	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>17,3%</i>	<i>25,2%</i>	<i>21,2%</i>
Materialaufwand	(24,0)	(23,0)	(24,5)	
Personalaufwand	(109,1)	(123,4)	(152,0)	
Sonstige betriebliche Erträge	14,1	8,4	12,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(36,8)	(43,9)	(50,4)	
<b>EBITDA</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>40,0</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>12,1%</i>
Abschreibungen	(10,8)	(10,4)	(11,4)	
<b>EBIT</b>	<b>6,8</b>	<b>11,1</b>	<b>28,6</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>6,9%</i>
Finanzergebnis	(3,0)	(2,3)	(3,3)	
<b>EBT</b>	<b>3,8</b>	<b>8,8</b>	<b>25,3</b>	
Steueraufwand	(2,4)	(3,0)	(5,2)	
<b>Konzernperiodenergebnis</b>	<b>1,4</b>	<b>5,9</b>	<b>20,1</b>	

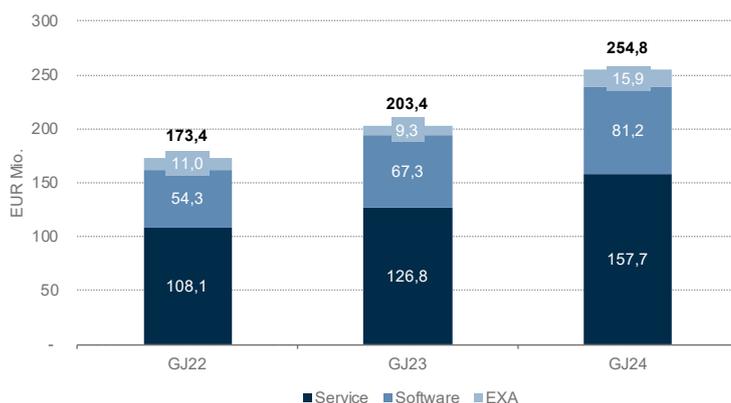
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 216 Die Entwicklung der Ertragslage im Vergangenheitszeitraum lässt sich wie folgt beschreiben:
- Die Umsatzerlöse sind im Vergangenheitszeitraum um durchschnittlich 21,2% p.a. gestiegen. Ursächlich dafür waren insbesondere eine stabile Entwicklung in SNP's Kernmarkt (DACH-Region) sowie zunehmende Internationalisierung, vor allem in Folge der gestiegenen Anzahl an SAP S/4HANA-Transformationsprojekten.
  - Die Profitabilität auf Basis aller maßgeblichen operativen Kennzahlen sowie das Konzernperiodenergebnis konnten im Vergangenheitszeitraum deutlich gesteigert werden. Ursächlich dafür waren – bezogen auf die Umsatzerlöse - unterproportionale Entwicklungen wesentlicher Kostenblöcke (vor allem Material- und Personalaufwand).

### Umsatzerlöse

- 217 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse des SNP-Konzerns auf Segmentebene im Vergangenheitszeitraum.

<sup>61</sup> IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

**Abbildung 11: SNP-Konzern - Umsatzerlöse**

Quelle: Unternehmensinformationen; A&amp;M Analyse.

- 218 Die Umsatzerlöse sind von EUR 173,4 Mio. im GJ22 auf EUR 254,8 Mio. im GJ24 gestiegen, wobei alle Segmente insgesamt einen deutlichen Umsatzanstieg verzeichneten.
- 219 Innerhalb des Service-Segments konnte der SNP-Konzern den Umsatz von EUR 108,1 Mio. im GJ22 auf EUR 126,8 Mio. im GJ23 bzw. EUR 157,7 Mio. im GJ24 steigern. Prozentual betrachtet konnten die Umsatzerlöse Software-Segment im Vergangenheitszeitraum in einer ähnlichen Größenordnung erhöht werden. Für beide Segmente gilt, dass SNP von einer zunehmenden Anzahl an SAP S/4HANA-Transformationsprojekten profitierte und insgesamt sowohl ein stabiles Wachstum in SNP's Kernmarkt (DACH-Region) als auch überproportionales Umsatzwachstum, vor allem im Vereinigten Königreich sowie den USA, verzeichnete.
- 220 Aufgrund projektbedingter Verschiebungen bzw. nicht erfolgter Beauftragungen im vierten Quartal war das EXA-Segment im GJ23 zunächst durch einen Rückgang um EUR 1,7 Mio. bzw. 15,5% auf ein Niveau von EUR 9,3 Mio. gekennzeichnet. Im GJ24 konnte das EXA-Segment hingegen einen deutlichen Umsatzanstieg (EUR 6,6 Mio. bzw. 71,0%) verzeichnen, im Wesentlichen bedingt durch den Gewinn von Großprojekten mit namhaften Kunden sowie die Realisierung der im vorangegangenen Jahr verschobenen Projekte.

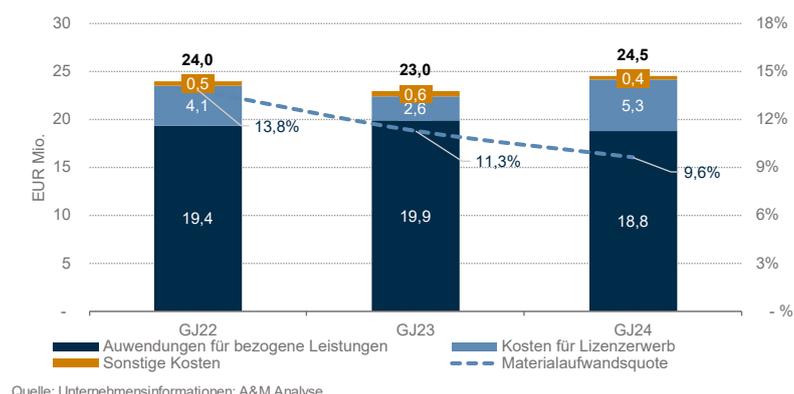
**EBITDA**

- 221 Das EBITDA ergibt sich aus der Summe aus Umsatzerlösen, Materialaufwand, Personalaufwand sowie sonstigen betrieblichen Erträgen/Aufwendungen.
- 222 Insgesamt hat sich das EBITDA von EUR 17,6 Mio. im GJ22 auf EUR 40,0 Mio. im GJ24 erhöht und damit mehr als verdoppelt. Die EBITDA-Marge ist von 10,2% (GJ22) auf 15,7% (GJ24) angestiegen.

**Materialaufwand**

- 223 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Materialaufwandes auf Ebene der einzelnen Kategorien im Vergangenheitszeitraum.

Abbildung 12: SNP-Konzern - Materialaufwand

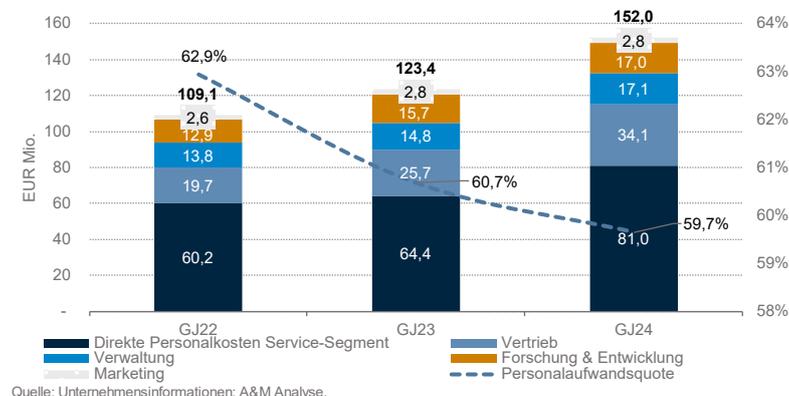


224 Mit durchschnittlich EUR 23,8 Mio. blieb der Materialaufwand im Vergangenheitszeitraum absolut betrachtet auf nahezu gleichbleibendem Niveau. Die Materialaufwandsquote konnte demnach von 13,8% im GJ22 auf 9,6% im GJ24 reduziert werden. Der absolute Rückgang im GJ23 um EUR 1,0 Mio. war das Ergebnis gegenläufiger Effekte: Die Zunahme der Umsatzerlöse im Service-Segment führte zu höheren Kosten für extern bezogene Beratungsleistungen. Dieser Anstieg wurde überkompensiert durch einen Rückgang der Kosten für Lizenzwerb als Resultat verringerter Umsätze mit Reseller-Software. Gegenüber GJ23 erhöhte sich der Materialaufwand im GJ24 um EUR 1,5 Mio, wobei der Anstieg größtenteils auf Kosten für Lizenzwerb zurückzuführen ist.

### Personalaufwand

225 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Personalaufwandes auf Ebene der einzelnen Personalkategorien im Vergangenheitszeitraum.

Abbildung 13: SNP-Konzern - Personalaufwand



226 Insgesamt steigt der Personalaufwand des SNP-Konzerns zwischen GJ22 und GJ24 um EUR 42,9 Mio. bzw. 39,3% an. Mit Personalaufwandsquoten von 62,9% (GJ22), 60,7% (GJ23) und 59,7% (GJ24) entwickelte sich die Personalaufwandsquote unterproportional zu den Umsatzerlösen. Der absolute Anstieg des Personalaufwands im Vergangenheitszeitraum ist vor allem auf die kontinuierlich gestiegene Anzahl an Mitarbeitenden (Dez23: +121 gegenüber Dez22; Dez24: + 130 gegenüber Dez23) sowie auf höhere Lohn- und Gehaltszahlungen und erhöhte variable Leistungsvergütung zurückzuführen.

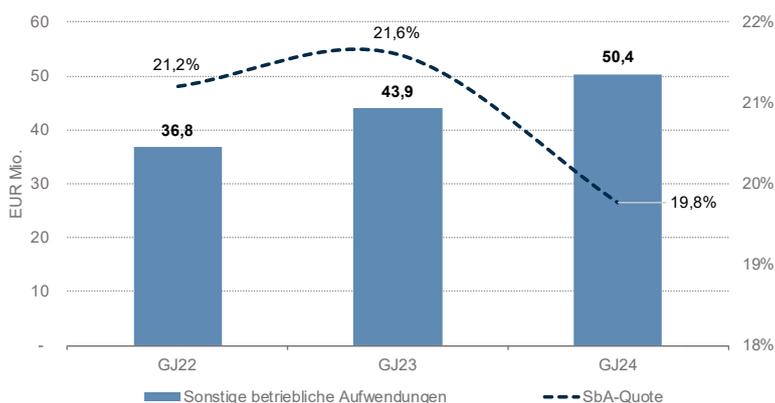
227 Die größte Personalkategorie bezieht sich auf direkte Personalkosten im Service-Segment, gefolgt von Vertrieb, Verwaltung und Forschung & Entwicklung. Mit einem Anstieg von 73,5% zwischen GJ22 und GJ24 entfällt die prozentual deutlichste Erhöhung des Personalaufwandes auf den Bereich Vertrieb.

### Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen

228 Insgesamt verringerten sich im Vergangenheitszeitraum die sonstigen betrieblichen Erträge moderat von EUR 14,1 Mio. im GJ22 auf EUR 12,2 Mio. im GJ24, wobei im GJ23 ein deutlicher Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge zu verzeichnen war und sich selbige zwischen GJ23 und GJ24 um EUR 3,7 Mio. erhöhten. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge im GJ23 ist vor allem auf verringerte Währungskursdifferenzen sowie Neubewertungen bzw. Abgänge von Kaufpreisverbindlichkeiten zurückzuführen. Die Steigerung der sonstigen betrieblichen Erträge im GJ24 ist größtenteils auf Erträge aus dem Beilegung eines Rechtsstreits mit der Erbgemeinschaft zurückzuführen.

229 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Vergangenheitszeitraum.

**Abbildung 14: SNP-Konzern – Sonstige betriebliche Aufwendungen**



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

230 Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen im Vergangenheitszeitraum um insgesamt EUR 13,6 Mio. bzw. 37,0% und entwickelten sich damit insgesamt unterproportional zu den Umsatzerlösen. Der kontinuierliche absolute Anstieg resultierte vor allem aus gestiegenen Werbungs-, Reise-, Miet- und sonstige Personalkosten sowie Forderungsverluste und Aufwendungen aus der Neubewertung von Verbindlichkeiten aus Verkaufsoptionen.

### Konzernperiodenergebnis

231 Das Konzernperiodenergebnis resultiert aus dem EBITDA abzüglich Abschreibungen, Finanzergebnis und Steueraufwand.

232 Die Position Abschreibungen beinhaltet Abschreibungen und Amortisierung von immateriellen Vermögenswerten, Sachanlagen und Nutzungsrechten. Die vergleichsweise flache Entwicklung der Abschreibungen im Vergangenheitszeitraum ist auf die relativ konstante Entwicklung der Bilanzpositionen Sachanlagen und Nutzungsrechte (keine essenziellen Netto-Investitionen in Sachanlagen und Nutzungsrechte) sowie konstante Amortisierung immaterieller Vermögenswerte zurückzuführen.

233 Das Finanzergebnis beinhaltet sonstige finanzielle Erträge (unter anderem Erträge aus Forderungsaufzinsung und Festgeldanlage) sowie sonstige finanzielle Aufwendungen (unter anderem Zinsen für Schuldscheindarlehen, Bankzinsen sowie Zinsaufwand in Bezug auf Leasing). Während das Finanzergebnis im GJ23 – vor allem als Resultat erhöhter Forderungsaufzinsung – um EUR 0,7 Mio. stieg, fiel es im GJ24 um EUR 1,0 Mio. basierend auf erhöhten finanziellen Aufwendungen aus Derivaten sowie Auszahlungen an Anteilseigner der EXA und Aufwendungen in Bezug auf die Anteilseigner der Trigon Consulting GmbH & Co. KG.

234 Der Steueraufwand setzt sich zusammen aus laufenden Ertragssteuern (in Bezug auf das jeweilige Berichtsjahr sowie Vorperioden) und Aufwand aus latenten Steuern. Der Anstieg des Steueraufwandes im Vergangenheitszeitraum resultierte vor allem auf erhöhte Ertragsteuern in den jeweiligen Berichtsjahren sowie Veränderungen in den Steuerlatenzen bezogen auf zeitliche Differenzen in den Vorperioden.

235 Insgesamt konnte der SNP-Konzern das Konzernperiodenergebnis im Vergangenheitszeitraum deutlich von EUR 1,4 Mio. im GJ22 auf EUR 20,1 Mio. im GJ24 steigern. Neben der zuvor beschriebenen positiven Umsatzentwicklung hatte vor allem die Reduktion wesentlicher Kostenquoten maßgeblichen Ergebniseinfluss.

#### 4.3 Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses

236 Die Bewertungsgutachterin stellte fest, dass im vorliegenden Fall „[v]or dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen sowie aus ökonomischer Sicht (...) der 3M-VWAP der SNP SE eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der SNP SE und der Barabfindung gemäß § 305 AktG sowie des Ausgleichs gemäß §304 AktG dar[stellt].<sup>62</sup> Die Beurteilung der Bewertungsgutachterin basiert auf den folgenden Analysen:

- (i) Untersuchung der Aktienkursentwicklung der SNP SE,
- (ii) Analyse der Marktmenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO,
- (iii) Untersuchung ausgewählter Liquiditätskennzahlen.

237 Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die Beurteilung der Bewertungsgutachterin überprüft. Hierzu haben wir zunächst die Entwicklung des Börsenkurses der SNP SE (Abschnitt 4.3.1), den von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses sowie die Durchschnittsbildung (Abschnitt 4.3.2) überprüft. Anschließend haben wir die Anwendbarkeit des Börsenkurses als Bewertungsmethode im vorliegenden Fall untersucht (Abschnitt 4.3.3).

#### 4.3.1 Entwicklung des Börsenkurses

238 Die SNP SE ist seit dem Jahr 2000 börsennotiert und seit August 2014 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (ISIN DE0007203705) gelistet. Zudem sind die SNP SE-Aktien zum Handel in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen. Sie können auch über die elektronischen Handelssysteme XETRA, Quotrix, gettex, Lang & Schwarz Exchange sowie über Tradegate Exchange und außerbörslich über Lang & Schwarz TradeCenter gehandelt werden.

239 Kursverlauf und Handelsvolumina der Aktien SE-Aktien für den Zeitraum Januar 2023 bis Ende März 2025 sind in der nachstehenden Abbildung dargestellt.

**Abbildung 15: Kursverlauf und Handelsvolumina der Aktien der SNP SE im Zeitraum vom Januar 2023 bis Ende März 2025**



Quelle: Bloomberg, EQS News, eigene Darstellung.

- 240 Wie aus der Abbildung ersichtlich, wies der Aktienkurs der SNP SE im betrachteten Zeitraum einen überwiegend steigenden Verlauf auf, der mit der im Abschnitt 4.2.6. erläuterten positiven Entwicklung der Ertrags- und Vermögenslage der Gesellschaft in Einklang steht. Eine Ausnahme davon stellte der Zeitraum vom Ende September 2024 bis Mitte Dezember 2024 dar, in dem der Aktienkurs zurückging. Seit dem Beginn der Betrachtungsperiode am 2. Januar 2023 bis zum 21. Januar 2025 – dem Tag vor der Ankündigung der Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags („Beherrschungsvertrag“) – stieg der Aktienkurs vom EUR 26,40<sup>63</sup> auf EUR 64,20 an und erhöhte sich somit um rd. 143%.
- 241 Aus der Abbildung geht hervor, dass der Aktienkurs der SNP SE stark durch die Übernahmeangebote der Octapharma AG Mitte Mai 2023 und Carlyle/Succession im Dezember 2024 beeinflusst wurde:
- (i) Am 17. Mai 2023, nach der Mitteilung über die Absicht der Octapharma AG, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der SNP SE abzugeben, stieg der Aktienkurs der Gesellschaft von EUR 30,90 um 8,7% auf EUR 33,60 an. Danach verharrte der Aktienkurs bis Anfang Oktober 2023 ungefähr auf dem Niveau des Übernahmeangebots von EUR 33,50 und unterlag nur geringfügigen Schwankungen im engen Intervall zwischen EUR 33,10 und EUR 33,90.
  - (ii) Kurz vor der Ankündigung der Übernahmeabsicht von Succession am 23. Dezember 2024 vollzog der Aktienkurs der SNP SE einen steilen Anstieg und erhöhte sich um rd. 25% von EUR 48,60 am 16. Dezember 2024 auf EUR 60,80 am 23. Dezember 2024 an. Nach Ankündigung der Übernahmeabsicht stieg der Aktienkurs weiterhin rasant an und erreichte am 21. Januar 2025, dem Tag vor der Ankündigung der Absicht zum Abschluss des Beherrschungsvertrages, einen Wert von EUR 64,20. Bis zum Ende der verlängerten Annahmefrist am 26. März 2023 verlief der Aktienkurs weitgehend stabil und schwankte in einer Bandbreite von EUR 64,60 bis EUR 68,40.

#### 4.3.2 Relevanter Zeitraum und Durchschnittsbildung

- 242 Am 22. Januar 2025 erhielt die SNP SE ein Schreiben von Succession, in dem Succession ihre Absicht bekannt gab, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit SNP SE als beherrschter und gewinnabführender Gesellschaft abschließen zu wollen.
- 243 Die Bewertungsgutachterin hat als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 21. Januar 2025, dem letzten Tag vor der Mitteilung über den beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, endet. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden. Sie steht in Einklang mit den Vorgaben des BGH in der Stollwerck-Entscheidung.<sup>64</sup> Diese Vorgaben wurden in den jüngsten Entscheidungen des BGH zum Börsenkurs erneut wiederholt, wobei der BGH bei der Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses nicht unterscheidet, ob der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung oder als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen wird.<sup>65</sup>
- 244 Gemäß der Rechtsprechung des BGH<sup>66</sup> ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren Zeitraum“. Laut dem Beschluss des OLG Frankfurt vom 27. August 2020, Az. 21 W 59/19, kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe und der Beschlussfassung der Hauptversammlung ein Zeitraum von mehr als sieben Monaten liegt. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 22. Januar 2025 und dem Tag der Hauptversammlung am

<sup>63</sup> Quelle: hier und folgend Tagesschlusskurse von Bloomberg über alle Handelsplätze in Deutschland.

<sup>64</sup> BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09, Rn. 10.

<sup>65</sup> BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, Rn. 16; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, Rn. 32.

<sup>66</sup> BGH, Beschluss vom 19.07.2010, Az. II ZB 18/09, Stollwerck-Entscheidung.

30. Juni 2025 ein kürzerer Zeitraum von unter sieben Monaten. Daher halten wir die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses für nicht erforderlich.

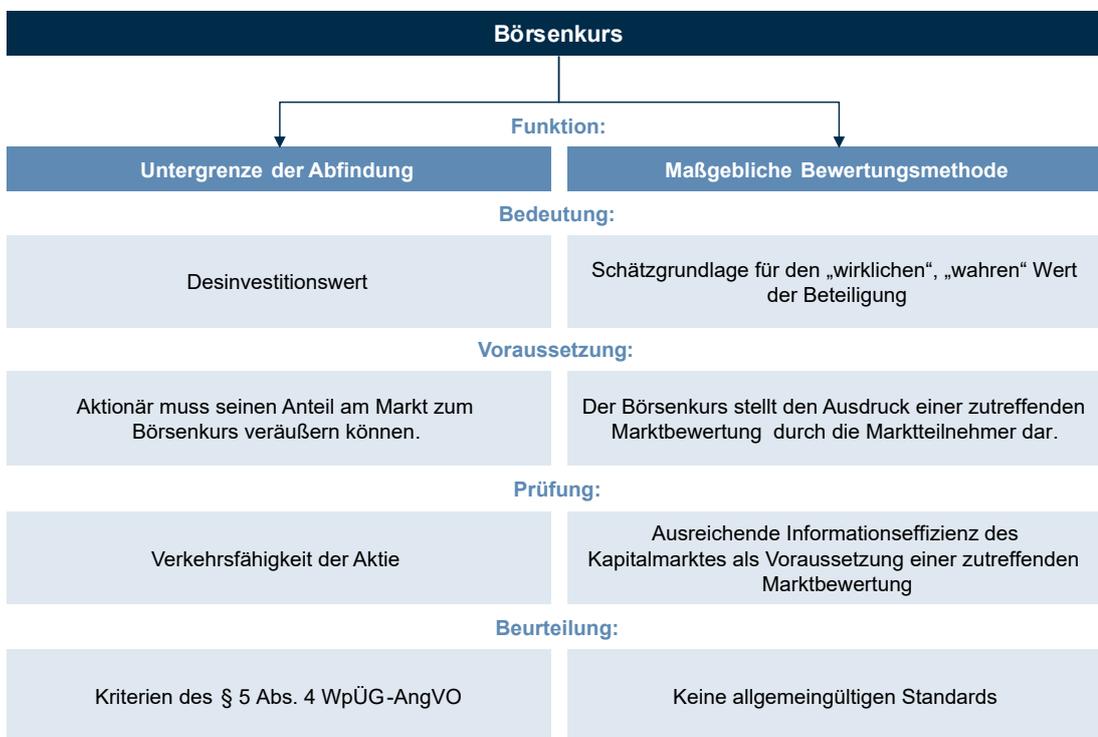
245 Die Bewertungsgutachterin hat als Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 21. Januar 2025 den von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO ermittelten Drei-Monats-Durchschnittskurs herangezogen. Dieser beträgt laut dem Schreiben der BaFin vom 17. April 2025 EUR 60,10. Das Schreiben der BaFin wurde uns zur Verfügung gestellt.

246 Wir haben den genannten Wert basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg überprüft. Der von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der SNP SE im Zeitraum vom 22. Oktober 2024 bis zum 21. Januar 2025 beträgt EUR 60,08 bei Einbeziehung des Handels ausschließlich im Regulierten Markt. Bei zusätzlicher Berücksichtigung des Handels außerhalb des Regulierten Marktes ergibt sich ein geringerer Wert als bei Einbeziehung des Handels ausschließlich im Regulierten Markt.

### 4.3.3 Anwendbarkeit des Börsenkurses als Bewertungsmethode

247 Die Anforderungen an den Börsenkurs hängen von seiner Funktion im Rahmen der Bewertung ab. Wie aus Abbildung 16 ersichtlich, kann er entweder als Wertuntergrenze der Abfindung oder als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen werden.<sup>67</sup>

**Abbildung 16: Börsenkurs: Untergrenze der Abfindung vs. maßgebliche Bewertungsmethode**



248 Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, stellt er lediglich einen Desinvestitionswert dar. In der Funktion der Untergrenze der Abfindung soll der Börsenkurs nicht unbedingt den „wahren“ Unternehmenswert widerspiegeln. Aus diesem Grund ist auch das Vorliegen eines informationseffizienten Marktes nicht erforderlich. Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, wird lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und das Vorliegen einer Marktmenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft. Danach liegt eine Marktmenge vor, wenn in einem Zeitraum von drei Monaten für die Aktien der Zielgesellschaft Börsenkurse an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.

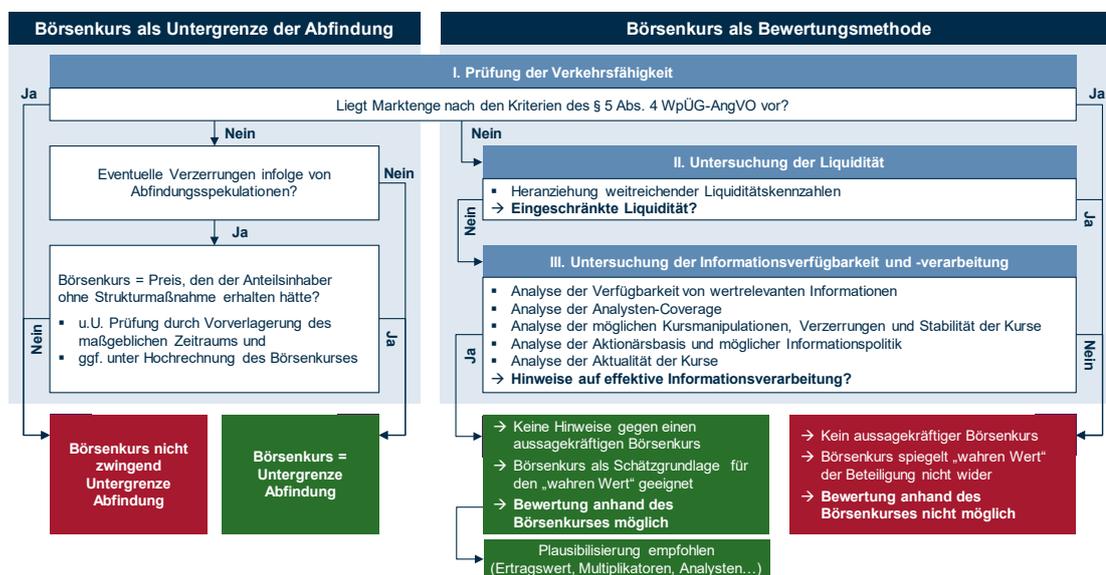
249 Erheblich höhere Anforderungen werden an den Börsenkurs gestellt, wenn dieser als maßgebliche Bewertungsmethode angewendet wird. Die Eignung des Börsenkurses als

<sup>67</sup> Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 m.w.N.

Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses und eine effektive Informationsbewertung durch den Markt voraus.

250 Abbildung 17 veranschaulicht eine mögliche Vorgehensweise bei der Analyse der Aussagekraft des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion bei der Abfindungsbemessung.<sup>68</sup>

**Abbildung 17: Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses**



251 Unsere weiteren Prüfungsschritte erfolgen gemäß der in Abbildung 17 dargestellten Vorgehensweise.

**Prüfung der Verkehrsfähigkeit**

252 Unabhängig von der Funktion des Börsenkurses wird im ersten Analyseschritt die Verkehrsfähigkeit der Aktie untersucht. Hierzu wird nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft, ob eine Marktmenge vorliegt. Damit lässt sich lediglich beurteilen, ob die Minderheitsaktionäre innerhalb des maßgeblichen Referenzzeitraums ihre Aktien zum Börsenkurs veräußern konnten.<sup>69</sup>

253 Die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO dienen als Ausschlusskriterien: Wird eine Marktmenge festgestellt, muss der Börsenkurs nicht die Untergrenze der Abfindung bilden und kann auch nicht als Bewertungsmethode herangezogen werden.

254 Wir haben die Analyse der Verkehrsfähigkeit (und die anschließende Analyse der Liquidität) der Aktie der SNP SE für unterschiedliche Zeiträume durchgeführt:

- (i) den maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zum Abschluss des Beherrschungsvertrags am 22. Januar 2025  
sowie – zu Vergleichszwecken –
- (ii) den Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe des freiwilligen Übernahmeangebots der Octapharma AG am 17. Mai 2023,
- (iii) den Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe des freiwilligen Übernahmeangebots von Carlyle/Succession am 23. Dezember 2024 und

<sup>68</sup> Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei desbemessung, in: NZG 2025, S. 438 ff.

<sup>69</sup> Vgl. OLG München, Beschluss vom 09.04.2021, Az. - 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Rn. 39 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017, Az. 12 W 1/17, Rn. 38 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015, Az. 12a W 5/15, Rn. 35 ff.; Land/Hallermayer: Grenzen der Bedeutung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung im Rahmen von Strukturmaßnahmen, in: AG 2015, S. 662.

- (iv) den Zweijahreszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zum Abschluss des Beherrschungsvertrags am 22. Januar 2025, wobei dieser Zeitraum über zwei Ein-Jahresscheiben abgedeckt wurde.

255 Die Ergebnisse unserer Analyse sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

**Tabelle 3: Analyse der Verkehrsfähigkeit der SNP SE-Aktie**

Kriterium	Einheit	3 Monate			Jahresscheiben	
		17.02.23 16.05.23	23.09.24 22.12.24	22.10.24 21.01.25	22.01.24 21.01.25	22.01.23 21.01.24
Analysierter Zeitraum	von: bis:	17.02.23 16.05.23	23.09.24 22.12.24	22.10.24 21.01.25	22.01.24 21.01.25	22.01.23 21.01.24
<b>VERKEHRSFÄHIGKEIT DER AKTIE</b>						
<b>Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO</b>						
Handelstage mit Handel	%	100%	100%	100%	100%	100%
Anzahl der Kurssprünge von +/- 5%	-	3	2	1	7	5
davon nacheinander	-	-	1	-	1	-
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO		keine Marktenge				

256 Wie aus Tabelle 3 ersichtlich, wurden die Aktien der SNP SE in sämtlichen betrachteten Perioden täglich gehandelt. Somit sind die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO sowohl im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 22. Oktober 2024 bis 21. Januar 2025 als auch in den weiteren betrachteten Perioden nicht erfüllt<sup>70</sup> und die Aktie war verkehrsfähig. Wir teilen die Ansicht der Bewertungsgutachterin, dass gemäß den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO von keiner Marktenge oder Kursmanipulationen auszugehen ist.

#### 4.3.4 Untersuchung der Liquidität der Aktie

257 Die Liquidität im Börsenhandel bezieht sich auf die Handelbarkeit eines Wertpapiers und beschreibt, in welchem Maß ein Wertpapier jederzeit ver- und gekauft werden kann.<sup>71</sup> Im Kontext der Unternehmensbewertung wird die Liquidität i.d.R. anhand der folgenden quantitativen Kennzahlen gemessen:

- (i) die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
- (ii) das Handelsvolumen,
- (iii) der Handelsumsatz,
- (iv) der Streubesitz (Free Float),
- (v) das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz,
- (vi) die Handelsquote sowie
- (vii) die Geld-Brief-Spannen (Bid-Ask-Spreads).

258 Die wichtigsten Kennzahlen zur Analyse der Aktienliquidität der SNP SE sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

<sup>70</sup> Bei Ein-Jahresscheiben haben wir die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO analog zu einem Dreimonatszeitraum angewendet.

<sup>71</sup> Vgl. Gruppe Deutsche Börse: Börsenlexikon: Liquidität, abrufbar unter <https://deutsche-boerse.com>, abgerufen am 19.08.2023.

**Tabelle 4: Analyse der Liquidität der SNP SE-Aktie<sup>72</sup>**

Kriterium	Einheit	3 Monate			Jahresscheiben	
		17.02.23 16.05.23	23.09.24 22.12.24	22.10.24 21.01.25	22.01.24 21.01.25	22.01.23 21.01.24
<b>Analysierter Zeitraum</b>	von: bis:	17.02.23 16.05.23	23.09.24 22.12.24	22.10.24 21.01.25	22.01.24 21.01.25	22.01.23 21.01.24
<b>AUSGEWÄHLTE KRITERIEN ZUR ANALYSE DER AKTIENLIQUIDITÄT</b>						
<b>Handelstage</b>						
Mögliche Handelstage	Tage	60	65	61	254	254
Handelstage mit Handel in % der möglichen Handelstage	Tage %	60 100%	65 100%	61 100%	254 100%	254 100%
<b>Tägliches Handelsvolumen</b>						
Durchschnitt	Stück	4.754	3.167	10.516	4.625	4.545
Median	Stück	3.418	2.139	3.867	2.058	3.262
<b>Täglicher Handelsumsatz</b>						
Durchschnitt	EUR	141.384	164.295	627.006	255.683	152.889
Median	EUR	99.932	110.551	189.291	99.249	111.746
<b>Streubesitz (Free Float)</b>						
Ø-Streubesitz in % der ausstehenden Aktier	%	49,60%	36,00%	32,20%	35,09%	42,97%
<b>Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote</b>						
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,13%	0,12%	0,45%	0,18%	0,15%
Handelsquote	%	0,07%	0,04%	0,14%	0,06%	0,06%
<b>Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)</b>						
Durchschnitt (nur XETRA)	%	1,87%	1,58%	1,39%	1,56%	1,30%
Median (nur XETRA)	%	2,03%	1,53%	1,41%	1,57%	1,19%

259 Für die genannten Kennzahlen existieren nicht immer anerkannte Schwellenwerte zur Einstufung der Aktie als liquide oder illiquide. Zur Einschätzung der wichtigsten Kennzahlen haben wir sie, wo möglich, mit den Werten aus den Entscheidungen der jüngsten Rechtsprechung verglichen, in denen der BGH und/ oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben: Beherrschungsvertrag zwischen der TLG Immobilien AG und der WCM AG („**TLG/WCM**“),<sup>73</sup> Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei Kabel Deutschland Holding AG („**KDH**“)<sup>74</sup> und verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei ISRA Vision AG („**ISRA Vision**“)<sup>75</sup>. Dieser Vergleich ist in Tabelle 5 dargestellt.<sup>76</sup>

<sup>72</sup> Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ, Ad hoc-Mitteilungen der SNP SE; Geschäftsberichte der SNP für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024; Informationen zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Succession an die Aktionäre der SNP SE auf der Internetseite [www.succession-offer.com](http://www.succession-offer.com). Falls nichts Anderes angegeben, beziehen sich die Daten auf alle börslichen Handelsplätze einschl. Freiverkehr.

<sup>73</sup> BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

<sup>74</sup> BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

<sup>75</sup> OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

<sup>76</sup> Wir weisen darauf hin, dass die Bezugsräume für die ermittelten Liquiditätskennzahlen in den Gerichtsentscheidungen nicht immer genannt werden. Die Liquiditätskennzahlen, die für die maßgeblichen Dreimonatszeiträume vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt wurden, können der folgenden Quelle entnommen werden: Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 436 f.

**Tabelle 5: Vergleich der Liquiditätskennzahlen der SNP SE mit Referenzwerten in der jüngsten Rechtsprechung zum Börsenkurs**

Kriterium/ Kennzahl	TLG Immobilien AG / WCM AG TLG WCM	Kabel Deutschland Holding AG	ISRA Vision AG	SNP SE
Zeitraum	Bezugsperioden teilweise nicht genannt			3 Monate vor Bekanntgabe
Teil eines bedeutsamen Aktienindex <sup>77</sup>	✓ SDAX	✓ SDAX <sup>78</sup>	✓ MDAX	✗ <sup>79</sup> ✗
Handelstage in % der Börsentage <sup>80</sup>	100%	100%	100%	100%
Streubesitz	über 70% (2 Jahre)	Ø 75% (2 Jahre)	85,9% - 90,6%	7,8%
Ø tägl. Handelsvolumen (Stück)	rd. 100.000	329.000	163.316 – 504.006	15.000
Ø tägl. Handelsumsatz (TEUR)	n/a	n/a	9.374 – 42.634	n/a
Ø Geld-Brief-Spanne	0,27%	0,37%	0,3% - 0,4%	0,74% (2 Jahre) / „deutlich unter 1%“ (3 Monate) <sup>81</sup>
Beurteilung der Liquidität durch das Gericht	Sehr hoch	Hoch	Hoch	„nicht optimal(...)“, aber „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend(...)“

260 Wie aus der Tabelle ersichtlich, weisen die Aktien der SNP SE – gemessen an Handelsvolumen, Handelsumsatz und insbesondere an Geld-Brief-Spannen – eine deutlich geringere Liquidität als die Aktien von TLG/WCM und KDH auf, bei denen die Gerichte eine hohe bis sehr hohe Aktienliquidität festgestellt haben.

261 Im Fall von ISRA Vision stufte das OLG Frankfurt die Aktienliquidität zwar als „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend(...)“, aber nicht optimal(...)“ ein, hat dann bei der Überprüfung der Abfindung zu Kontrollzwecken den Ertragswert herangezogen, da ein Restzweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses bestand.<sup>82</sup> Bei der Gegenüberstellung der Liquiditätskennzahlen der SNP SE und der ISRA Vision fallen die signifikant höheren Geld-Brief-Spannen bei der SNP SE von 1,39% gegenüber 0,74% (bzw. „deutlich unter 1%“) bei der ISRA Vision auf. In der Rechtsprechung wird die Bedeutung der relativen Geld-Brief-Spannen hervorgehoben. Die relative Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen. Bei engen Spannen ist die Liquidität der Aktie hoch und die Transaktionskosten sind niedrig. Bei großen Geld-Brief-Spannen sind die Transaktionskosten hoch und der Börsenkurs reagiert träge auf Kapitalmarktinformationen.

262 Vor dem Hintergrund der hohen Bedeutung, die die Gerichte der relativen Geld-Brief-Spannen beimessen, haben wir die Geld-Brief-Spannen der SNP SE mit den weiteren Referenzwerten aus der Rechtsprechung verglichen. So ist laut Rechtsprechung des LG München I bei Geld-Brief-Spannen unter 1% die Liquidität der Aktie üblicherweise zu bejahen<sup>83</sup> bzw. es kann bei einer Geld-Brief-Spanne von maximal 1,25% von einer liquiden Aktie ausgegangen werden.<sup>84</sup> Ferner wurde in den Entscheidungen verschiedener Gerichte kein hinreichend liquider Handel bei den Geld-Brief-Spannen von 1,56%, 1,59%, 1,60%, 1,63%, 1,70%, 1,86% und 1,88%

<sup>77</sup> Die Angaben zum Aktienindex basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

<sup>78</sup> Notierung im SDAX bis zum 18.09.2017 und somit 11 Tage vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme.

<sup>79</sup> Am 08.05.2020 und somit nur wenige Tage nach Beginn des Drei-Monats-Zeitraums vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden die Aktien der ISRA Vision AG aus dem SDAX und aus dem TecDAX infolge der Verringerung des Streubesitzes nach der Übernahme genommen.

<sup>80</sup> Die Angaben zu den Handelstagen basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

<sup>81</sup> Nach unserer Analyse anhand von XETRA-Werten beträgt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der ISRA Vision im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme 0,46%.

<sup>82</sup> OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

<sup>83</sup> LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

<sup>84</sup> LG München I, Beschluss vom 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/16.

gesehen.<sup>85</sup> Es sei anzumerken, dass die angegebenen Werte keine Schwellenwerte repräsentieren, sondern die Ausprägungen der Geld-Brief-Spannen in konkreten entschiedenen Fällen darstellen, zu deren Höhe die Gerichte Stellung genommen und keinen hinreichend liquiden Handel vorgefunden haben.

263 Wie aus Tabelle 4 hervorgeht, lag die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der SNP SE weder in der maßgeblichen Referenzperiode noch in den zusätzlich betrachteten Zeiträumen unter dem Schwellenwert, ab dem das LG München I nicht mehr von einer liquiden Aktie ausgeht. Darüber hinaus überschritten die Geld-Brief-Spannen der SNP SE-Aktien in mehreren zusätzlich betrachteten Perioden diejenigen o.g. Geld-Brief-Spannen, bei denen andere Gerichte einen hinreichend liquiden Handel verneinten.

264 Die vorgenommene Analyse der Aktienliquidität der SNP SE führt im Ergebnis zu folgenden Schlussfolgerungen:

- (i) Die Kennzahlen wie Anzahl der Handelstage, Handelsvolumen und Handelsumsatz pro Tag, Streubesitz, Handelsvolumen zum Streubesitz und Handelsquote deuten nicht auf eine eingeschränkte Liquidität der SNP SE-Aktie hin.
- (ii) Die in der Rechtsprechung genannten Schwellenwerte für die Geld-Brief-Spannen bei hinreichend liquiden Aktien werden weder in der maßgeblichen Dreimonatsreferenzperiode noch in den zusätzlich betrachteten Zeiträumen eingehalten.
- (iii) In einem vergleichbaren Fall, aber bei einer deutlich geringeren Geld-Brief-Spanne erachtete das OLG Frankfurt die Liquidität der Aktien der ISRA Vision für „zufriedenstellend(...), aber nicht optimal(...)“. In Anlehnung an diese Entscheidung des OLG Frankfurt und unter Berücksichtigung der deutlich höheren Geld-Brief-Spannen bei der SNP SE gehen wir von einer nicht optimalen Aktienliquidität der Gesellschaft aus.

#### 4.3.5 Analyse der Informationsverfügbarkeit und –verarbeitung

265 Obwohl die vorgenommene Analyse auf eine nicht optimale Liquidität der SNP SE-Aktien hinweist, konnten wir allein anhand der Untersuchung der Aktienliquidität die Aussagekraft des SNP SE-Aktienkurses nicht verneinen und führten im nächsten Schritt gemäß dem Prüfschema in Abbildung 17 die Analyse der Informationsverfügbarkeit und –verarbeitung.

##### Analyse der Informationsverfügbarkeit

266 Eine zeitnahe und ausgiebige Informationsbereitstellung reduziert Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmensmanagement und den Marktteilnehmern und erhöht die Markteffizienz. Im Rahmen der Analyse der Informationsverfügbarkeit haben wir die Erfüllung der Informationspflichten durch die SNP SE sowie die Analysten-Coverage der Gesellschaft untersucht:

- (i) **Informationspflichten:** Seit August 2014 werden die Aktien der SNP SE im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Unternehmen im Prime Standard erfüllen hohe, deutlich über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinausgehende Transparenzanforderungen. Wir haben keine Verletzungen der Informationspflichten der Gesellschaft festgestellt.
- (ii) **Analysten-Coverage:** Die Aktien der SNP SE werden regelmäßig von qualifizierten Wertpapieranalysten bewertet. Sie befinden sich in der Coverage bei drei Analysten: Berenberg, Stifel und M.M. Warburg. Die Analysten-Coverage der SNP SE ist eher unterdurchschnittlich, da die CDAX-Unternehmen im Median von elf Analysten abgedeckt werden.<sup>86</sup> Die uns zur Verfügung gestellten Analystenprognosen sind in Tabelle 6 zusammengefasst.

<sup>85</sup> OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018, Az. 26 W 20/14; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2015, Az. 21 W 26/13; LG München I, Beschluss vom 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15; LG München I, Beschluss vom 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15; LG Stuttgart, Beschluss vom 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH; LG München I, Beschluss vom 25.04.2016, Az. 5 HK 9122/14.

<sup>86</sup> Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 441.

**Tabelle 6: Analysten-Coverage der SNP SE**

Analyst	Datum	Kursziel	Empfehlung	Anmerkung
Stifel	16.08.2024	EUR 50	Hold	n/a
M.M. Warburg	17.10.2024	EUR 61	Buy	n/a
Berenberg	29.10.2024	EUR 56	Hold	n/a
M.M. Warburg	23.01.2025	EUR 63	Hold	Veröffentlicht zwei Tage nach Ende der maßgeblichen Referenzperiode

267 Trotz der eher unterdurchschnittlichen Analysten-Coverage ist im Ergebnis festzuhalten, dass die SNP SE den Marktteilnehmern umfangreiche Informationen zur Verfügung gestellt hat.

#### Analyse der Informationsverarbeitung

268 Im Rahmen der Untersuchung der Informationsverarbeitung haben wir folgende Analysen durchgeführt:

- (i) Analyse der möglicher Kursverzerrungen der SNP SE und Vergleich der Entwicklung des Aktienkurses der SNP SE mit der Kursentwicklung der Peer Group,
- (ii) Analyse der Aktionärsbasis der SNP SE,
- (iii) Analyse der Aktualität des Aktienkurses der SNP SE.

#### Analyse möglicher Kursverzerrungen, Vergleich der Entwicklung des Aktienkurses der SNP SE mit der Kursentwicklung der Peer Group

269 Im ersten Schritt haben wir den Kursverlauf der SNP SE auf mögliche Verzerrungen untersucht. Hierzu wurde analysiert, ob und wie schnell der Aktienkurs der Gesellschaft auf veröffentlichte unternehmensrelevante Informationen und allgemeine Branchenentwicklungen reagiert oder ob die Reaktionen auf diese Informationen ausbleiben bzw. unplausibel sind. Unsere Analyse erstreckte sich über den Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis zur Ankündigung der Strukturmaßnahme am 22. Januar 2025.

270 Grundsätzlich steht der kontinuierliche Anstieg des Aktienkurses der SNP SE in Einklang mit den meist positiven Mitteilungen der Gesellschaft zur Verbesserung der Ertragslage, Anhebung der Prognosen, Erweiterung der Partnerschaften und Gewinnung der neuen Projekte. Bei einigen Ankündigungen stellten wir aber nicht eindeutige, nicht plausible oder zeitlich verzögerte Reaktionen des Aktienkurses auf die Mitteilungen fest, z.B.:

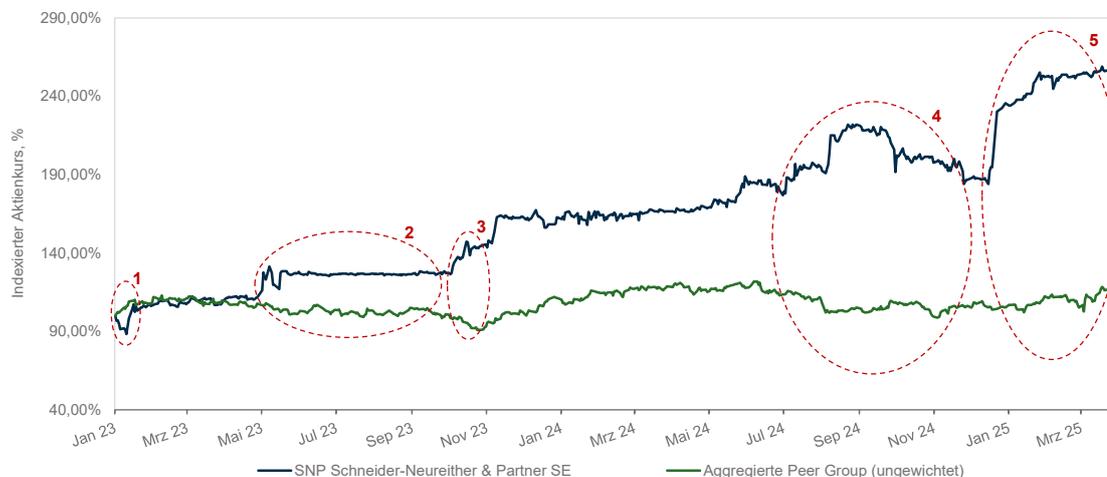
- (i) Am 27. März 2024 hob SNP die Prognosen für Umsatz- und Ergebnisentwicklung an. Der Aktienkurs auf XETRA reagierte auf diese positive Mitteilung mit einem leichten Rückgang von 0,68% am Tag der Ankündigung.
- (ii) Am 21. Juni 2024 kündigte SNP auf der Flagship-Konferenz *Transformation World* die Erweiterung der CrystalBridge-Lösung an und stellte die Plattform SNP Kyano vor. Der Markt begegnete diesen Neuigkeiten mit einem Kursrückgang von 2,23%.
- (iii) Am 19. Juli 2024 meldete SNP basierend auf vorläufigen Zahlen das beste Ergebnis im zweiten Quartal in der Unternehmensgeschichte und erhöhte die Prognose für das gesamte Geschäftsjahr 2024. Der Aktienkurs auf XETRA reagierte auf diese positive Nachricht mit einem leichten Plus von 0,39% am Tag der Ankündigung und einem Rückgang von 1,54% am Folgetag.<sup>87</sup>
- (iv) Nach der Mitteilung vom 7. November 2024 über das starke dritte Quartal ging der Aktienkurs auf XETRA um 0,76% zurück.

271 Im nächsten Schritt haben wir untersucht, ob eine Abkopplung des Aktienkurses der SNP SE von der Branchenentwicklung vorliegt. Hierzu haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der SNP SE der Entwicklung der Aktienkurse der Vergleichsunternehmen (siehe Abschnitt 4.2.5) gegenübergestellt.

<sup>87</sup> Möglicherweise wurde die Mitteilung der Gesellschaft durch eine wenige Tage davor veröffentlichte Mitteilung von Bloomberg über einen eventuellen Besitzerwechsel der SNP überlagert, die allerdings einen nur leichten Anstieg des Aktienkurses hervorgerufen hatte.

272 Abbildung 18 stellt die Entwicklung des Börsenkurses der SNP SE der Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen gegenüber.

**Abbildung 18: Entwicklung des Börsenkurses der SNP SE vs. Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen**



Quelle: Bloomberg, S&P Capital IQ, eigene Darstellung.

273 Die Abbildungen veranschaulichen die Abkopplung des Aktienkurses der SNP SE von der Branchenentwicklung in mehreren Zeiträumen. Zur Analyse der Gründe der beobachteten Abkopplung haben wir die Kursentwicklung der SNP SE den Ereignissen gegenübergestellt, die von der Gesellschaft bekannt gegeben wurden, und untersucht, ob diese Ereignisse die festgestellte Abkopplung erklären können. Wir sind zu den folgenden Ergebnissen gekommen:

- (i) **Kreis 1.** Der Rückgang des Aktienkurses der SNP SE Anfang Januar 2023 stand möglicherweise im Zusammenhang mit der Veräußerung der restlichen Anteile an der polnischen Beratungseinheit Ende Dezember 2022.
- (ii) **Kreis 2.** Der Anstieg des Aktienkurses ab Ende April 2023 lässt sich durch die positive Mitteilung der SNP SE über das erfolgreiche erste Quartal 2023 und den positiven Ausblick für das Geschäftsjahr 2023 erklären. Die anschließende Abkopplung des Aktienkurses bis ungefähr Anfang Oktober 2023 war auf das Übernahmeangebot der Octapharma AG zurückzuführen.
- (iii) **Kreis 3.** Der Anstieg des Aktienkurses ab Anfang Oktober 2023 steht in Einklang mit den Mitteilungen der Gesellschaft über das beste dritte Quartal in der Unternehmensgeschichte und der Anhebung der Prognosen für das Geschäftsjahr 2023.
- (iv) **Kreis 4.** Der Anstieg des Aktienkurses im Juli 2024 konnte zunächst durch die Mitteilung von Bloomberg über einen möglichen Besitzerwechsel der SNP verursacht werden. Die anschließende Erhöhung des Aktienkurses setzte sich vermutlich als verzögerte Reaktion auf die am 19. Juli bekannt gegebene Anhebung der Prognosen für das Geschäftsjahr 2024 und die vorläufigen Informationen über das beste zweite Quartal in der Unternehmensgeschichte. Der anschließende sprunghafte Anstieg des Aktienkurses Anfang August 2024 war möglicherweise auf die Mitteilung des Unternehmens vom 8. August 2024 über das erreichte Rekordergebnis im zweiten Quartal 2024 zurückzuführen.
- (v) **Kreis 5.** Die Abkopplung des Aktienkurses ab Ende Dezember 2024 wurde durch das Übernahmeangebot von Succession ausgelöst.

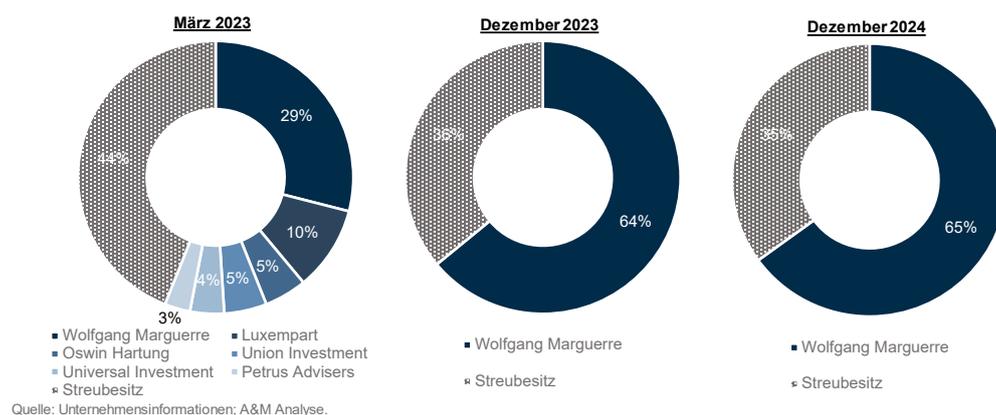
274 Somit wies die Entwicklung des Börsenkurses der SNP SE im Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis zur Ankündigung der Strukturmaßnahme am 22. Januar 2025 mehrere Abweichungen von der Entwicklung der Peer Group auf. Die meisten dieser Abweichungen konnten wir anhand der von der Gesellschaft bekannt gegebenen oder öffentlich verfügbaren Informationen nachvollziehen. Die signifikanten Kursverzerrungen in den Zeiträumen von Mitte

Mai bis Anfang Oktober 2023 sowie ab Ende Dezember 2024 sind auf die Übernahmeangebote von Octapharma AG und Succession zurückzuführen. Weitere wesentliche dauerhafte Kursverzerrungen konnten nicht festgestellt werden.

### Untersuchung der Aktionärsbasis

- 275 Bei der Untersuchung der Aktionärsbasis wird geprüft, ob es Aktionäre gab, die die Geschäfts-, Finanz- sowie Kommunikationspolitik und damit auch den Börsenkurs der Gesellschaft maßgeblich hätten beeinflussen können, oder eine breite Aktionärsbasis vorlag und somit der Aktienkurs durch eine Vielzahl von voneinander unabhängigen Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen gebildet wurde.
- 276 Abbildung 19 zeigt die Aktionärsstruktur der SNP SE in den vergangenen zwei Jahren.

**Abbildung 19: Aktionärsstruktur der SNP SE**



- 277 Wie aus der Abbildung ersichtlich, hielt Herr Wolfgang Marguerre nach Abschluss des öffentlichen Übernahmeangebots der Octapharma AG direkt und indirekt 63,8% der Aktien der Gesellschaft. Im Dezember 2024 betrug sein Anteil 65,19% der Aktien. Aufgrund dieses Beherrschungsverhältnisses bestand grundsätzlich die Möglichkeit ökonomisch „verzerrter“ Preise.
- 278 Nach Angaben des Managements wurden im Geschäftsjahr 2024 keine Rechtsgeschäfte mit Herrn Wolfgang Marguerre und mit den von ihm kontrollierten Gesellschaften der Octapharma-Gruppe getätigt. Ebenso wurden keine Rechtsgeschäfte auf deren Veranlassung oder Interesse getätigt und keine Maßnahmen auf deren Veranlassung oder in ihrem Interesse getroffen oder unterlassen.
- 279 Im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots hat Succession am 23. Dezember 2024 mit Herrn Wolfgang Marguerre einen Aktienkaufvertrag über den Erwerb seines Aktienanteils zu einem Kaufpreis von EUR 61,00 je SNP SE-Aktie abgeschlossen.

### Analyse der Aktualität des Aktienkurses

- 280 Bei der Anwendung des Börsenkurses als Bewertungsmethode soll sichergestellt werden, dass die Verhältnisse der Gesellschaft am Bewertungsstichtag im Börsenkurs wiedergespiegelt sind.
- 281 Gemäß der Rechtsprechung des BGH beruht die Anwendung des Börsenwerts als Bewertungsmethode auf der Annahme, „dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt“.<sup>88</sup>
- 282 Gemäß der Rechtsprechung des OLG München steht eine nicht mehr hohe Aktualität der Börsenkurse „einer marktorientierten Betrachtung aber nicht per se entgegen, (...) [wenn]

<sup>88</sup> BGH, Beschluss vom 12.01.2016, Az. II ZB 25/14, Rn. 23; BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21, Rn. 45; BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22, Rn. 25

keinerlei Hinweise dafür bestehen, dass der Börsenkurs zum jeweiligen Referenzzeitraum nicht mehr als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens gewertet werden könnte“.<sup>89</sup>

- 283 Das OLG Frankfurt betont in seiner Entscheidung vom 26. April 2021, Az. 21 W 139/19, dass für eine Heranziehung der Börsenkurse zur Bewertung im entschiedenen Fall u.a. eine hohe Aktualität der Kurse aufgrund des nur sehr geringen Zeitraums von weniger als zwei Monaten zwischen der Ankündigung des beabsichtigten Unternehmensvertrags und dem relevanten Bewertungsstichtag gesprochen hat.
- 284 Die Entwicklung der Ertragskraft der SNP-Gruppe nach Ankündigung der Strukturmaßnahme stellt in Frage, ob der Börsenkurs zum 21. Januar 2025 als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens am Bewertungsstichtag angesehen werden kann.
- 285 Tabelle 7 fasst die Entwicklung der Prognosen für Geschäftsjahr 2024 zusammen, die mit dem Kapitalmarkt kommuniziert wurden. Die Tabelle zeigt, dass die Prognosen im Laufe des Geschäftsjahres 2024 kontinuierlich angehoben wurden. Die letzte Anhebung erfolgte Mitte Oktober 2024.

**Tabelle 7: Entwicklung der Prognosen für das Geschäftsjahr 2024**

Mitteilung	Umsatz	EBIT	Book-to-Bill-Ratio	Prognoseentw.
<b>Entwicklung der Prognosen für 2024</b>				
04.08.2023	210 Mio. - 220 Mio.	+ 1%P ... + 2%P	> 1	
27.03.2024	215 Mio. - 225 Mio.	13 Mio. - 16 Mio.	> 1	Anhebung
20.04.2024	215 Mio. - 225 Mio.	13 Mio. - 16 Mio.	> 1	Bestätigung
19.07.2024	225 Mio. - 240 Mio.	16 Mio. - 20 Mio.	> 1	Anhebung
08.08.2024	225 Mio. - 240 Mio.	16 Mio. - 20 Mio.	> 1	Bestätigung
16.10.2024	240 Mio. - 250 Mio.	21 Mio. - 25 Mio.	> 1	Anhebung
07.11.2024	240 Mio. - 250 Mio.	21 Mio. - 25 Mio.	> 1	Bestätigung
<b>22.01.2025:</b> <b>Vorl. Ergebnis 2024</b>	<b>rd. 254 Mio.</b>	<b>rd. 28 Mio.</b>		<b>Übertreffung der Prognosen</b>

- 286 Am 22. Januar 2025, nur wenige Stunden nach der Ad-hoc-Mitteilung über die Absicht des Abschlusses des Beherrschungsvertrags, teilte die SNP SE mit, dass die angehobene Prognose für das Geschäftsjahr 2024 deutlich übertroffen wurde und die Gesellschaft das beste Ergebnis der Unternehmensgeschichte erzielt hat.
- 287 Zum Zeitpunkt der Ankündigung der Strukturmaßnahme lagen die Informationen zur deutlichen Verbesserung der Ertragslage der Gesellschaft dem Kapitalmarkt noch nicht vor und wurden im zum 21. Januar 2025 ermittelten umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs nicht reflektiert. Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass am 23. Januar 2025 und somit einen Tag nach der Mitteilung über die deutliche Übertreffung der Prognosen die Analysten von Warburg ihre Prognosen von EUR 61 auf EUR 63 erhöht haben. In diesem Zusammenhang sei zu hinterfragen, ob nach Ankündigung der Strukturmaßnahme ein Kursziel unabhängig von Abfindungsspekulationen gesetzt werden kann.
- 288 Die verbesserte Ertragskraft der Gesellschaft schlug sich anschließend im sehr guten Ergebnis des ersten Quartals 2025 mit einem Umsatz von EUR 66,5 Mio und einem EBIT von EUR 7,9 Mio. nieder.
- 289 Vor dem Hintergrund der Verbesserung der Ertragskraft der Gesellschaft nach Ankündigung der Strukturmaßnahme kann nicht ausgeschlossen werden, dass der zum 21. Januar 2025 ermittelte umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs die wirtschaftlichen Verhältnisse und den wahren Wert der Gesellschaft am Bewertungsstichtag nicht korrekt abbildet.

<sup>89</sup> OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20, Rn. 95.

#### **4.3.6 Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses als den „wahren“ Wert des Unternehmens**

290 Aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen lassen sich nachstehende Schlussfolgerungen ableiten:

- (i) Im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 22. Oktober 2024 bis 21. Januar 2025 liegt keine Marktengung nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vor.
- (ii) Mehrere von uns analysierte Liquiditätskennzahlen deuten nicht auf eine eingeschränkte Liquidität der SNP SE-Aktie hin. Lediglich aufgrund der hohen Geld-Brief-Spannen, die die in der Rechtsprechung genannten Schwellenwerte überschreiten, halten wir dennoch die Liquidität der Aktien der SNP SE für nicht optimal.
- (iii) Da die Aktien der SNP SE im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind, erfüllt die Gesellschaft hohe, deutlich über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinausgehende Transparenzanforderungen. Wir haben keine Verletzungen der Informationspflichten der Gesellschaft festgestellt. Außerdem sind die Aktien der SNP SE in der Coverage bei drei Analysten.
- (iv) Es lagen Kursverzerrungen durch die Übernahmeangebote von Octapharma AG und Carlyle/Succession vor, die – wie im Abschnitt 4.4.9 dargelegt – zur Ablehnung des unternehmenseigenen Betafaktors führen. Grundsätzlich wirken sich jedoch die durch die Übernahmeangebote verursachten Kursverzerrungen zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.
- (v) Infolge der Verbesserung der Ertragskraft der Gesellschaft nach Ankündigung der Strukturmaßnahme kann nicht ausgeschlossen werden, dass der zum 21. Januar 2025 ermittelte volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs den wahren Wert der Gesellschaft am Bewertungsstichtag nicht korrekt abbildet.

291 Aus unserer Sicht ist der vorliegende Bewertungsfall in Bezug auf die Beurteilung des Börsenkurses mit dem von OLG Frankfurt entschiedenen Fall der Isra Vision vergleichbar. In Analogie dazu bleibt im vorliegenden Bewertungsfall ein Restzweifel bestehen, ob der Börsenkurs i.H.v. EUR 60,10 aussagekräftig im Sinne einer Obergrenze für den inneren Wert der Gesellschaft angesehen werden kann. Daher ist es erforderlich, zu Kontrollzwecken den Ertragswert zu ermitteln.

#### **4.4 Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens**

##### **4.4.1 Historische Bereinigungen**

292 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse des SNP-Konzerns eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und die Planungsrechnung plausibilisieren zu können, ist die historische Ertragslage um nicht nachhaltige Ergebnisse zu bereinigen.

293 Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.

294 Nachfolgende Tabelle zeigt die EBITDA-Bereinigungen des Vergangenheitszeitraums, unterteilt nach Art der Bereinigung. Die Bereinigungen betreffen vor allem den Personalaufwand sowie die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen.

Tabelle 8 – SNP-Gruppe – EBITDA-Bereinigungen

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
<b>EBITDA, unbereinigt</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>40,0</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>12,1%</i>
<b>Bereinigungen</b>				
Abfindungszahlen an ehemalige Mitarbeiter der Geschäftsleitung	1,0	0,6	0,4	
Recruiting-Aufwendungen	-	0,5	-	
Erbrechtsstreit	0,8	1,1	(3,1)	
Erwerb und Veräußerung	(1,8)	0,3	0,7	
Factoring-Gebühren	0,2	-	-	
Reallokation von Rückstellungsaufösungen	(0,4)	0,1	(0,1)	
Gewinn/Verlust aus der Veräußerung von Vermögenswerten	(0,2)	(0,2)	(0,1)	
Anpassung IAS29	0,9	(0,4)	0,1	
Kapitalmarktkosten	0,3	0,5	0,5	
<b>Summe EBITDA-Bereinigungen</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>(1,5)</b>	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	<i>(0,9)</i>	<i>(2,6)</i>	<i>1,5</i>	
<b>EBITDA, bereinigt</b>	<b>18,5</b>	<b>24,1</b>	<b>38,5</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,9%</i>	<i>15,1%</i>	<i>12,5%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&amp;M Analyse.

- 295 Die Bereinigung des Personalaufwandes betrifft Abfindungszahlungen an ehemalige Mitarbeiter der Geschäftsleitung in Höhe von EUR 1,0 Mio. (GJ22), EUR 0,6 Mio. (GJ23) und EUR 0,4 Mio. (GJ24) sowie Recruiting-Aufwendungen für die Neubesetzung der Geschäftsleitung in Höhe von EUR 0,5 Mio. im GJ23.
- 296 Im Kontext des bereits erwähnten Erbrechtsstreits beinhalten die Bereinigungen Rechts- und Beratungskosten in Höhe von EUR 0,8 Mio. (GJ22) bzw. EUR 1,1 Mio. (GJ23) sowie Erlöse in Höhe von EUR 3,1 Mio. als Resultat der Einigung mit den Erben des Unternehmensgründers. Der Betrag von EUR 3,1 Mio. setzt sich zusammen aus einer Zahlung an SNP (EUR 0,8 Mio.) sowie einer Rückstellungsauflösung (EUR 2,7 Mio.) und gegenläufigen Rechts- und Beratungskosten (EUR 0,4 Mio.).
- 297 Die Bereinigungen in Bezug auf Erwerbe und Veräußerungen betreffen vor allem Erlöse aus dem Verkauf der polnischen Tochtergesellschaft SNP Poland Sp. z o.o. im GJ22 (EUR 1,8 Mio.), Veräußerungsgewinne (EUR 0,3 Mio.) im GJ23 sowie Earn-out-Verpflichtungs-Neubewertungen im Kontext der EXA-Transaktion in Höhe von EUR 0,7 Mio.
- 298 Weitere Bereinigungen setzen sich aus einmaligen Aufwendungen in Verbindung mit Factoring-Gebühren (EUR 0,2 Mio. im GJ22) sowie Reallokation von Rückstellungsaufösungen (EUR 0,4 Mio. im GJ22, EUR 0,1 Mio. im GJ23 und EUR 0,1 Mio. im GJ24) zusammen.
- 299 Darüber hinaus wurden Gewinne und Verluste aus der Veräußerung von Vermögenswerten (EUR 0,2 Mio. im GJ22 für Veräußerungsgewinne nicht operativer Vermögenswerte), sonstige Veräußerungsgewinne in Höhe von EUR 0,2 Mio. bzw. EUR 0,1 Mio. im GJ23 bzw. GJ24), Inflationsanpassungen gemäß IAS 29 (EUR 0,9 Mio. im GJ22, EUR 0,4 Mio. im GJ23 sowie EUR 0,1 Mio. im GJ24) und kapitalmarktspezifische Kosten (EUR 0,3 Mio. im GJ22, EUR 0,5 Mio. im GJ23 sowie EUR 0,5 Mio. im GJ24) bereinigt.
- 300 Insgesamt belaufen sich die Netto-Bereinigungen auf EUR 0,9 Mio. im GJ22, EUR 2,6 Mio. im GJ23 und EUR 1,5 Mio. im GJ24. Verglichen mit den unbereinigten EBITDA-Margen führen die Bereinigungen zu höheren EBITDA-Margen im GJ22 und GJ23 (+0,5pp bzw. +1,3pp) und einer reduzierten EBITDA-Marge im GJ24 (-0,6pp).

#### 4.4.2 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung

- 301 Der Bewertung der SNP-Gruppe liegt - in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 - die Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens zugrunde. Da die Genauigkeit einer Prognose abnimmt, je weiter diese in die Zukunft gerichtet ist, wird in der Bewertungstheorie und -praxis grundsätzlich zwischen der Detailplanungsphase (bzw. „Detailplanungshorizont“) und der Phase der Ewigen Rente („Ewige Rente“) unterschieden.
- 302 Die Detailplanungsphase ergibt sich aus der Konzernplanung der SNP-Gruppe. Die vorliegende Unternehmensplanung für die SNP-Gruppe („**Unternehmensplanung**“) umfasst das Budget-Jahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-29 (zusammen: „**Planungszeitraum**“). Die Unternehmensplanung umfasst eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine ergänzende

- Bilanz- und Cashflow-Planung, die in Anlehnung an die Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) erstellt wurden.
- 303 Die Unternehmensplanung entspringt dem Planungsprozess der SNP-Gruppe. Dieser wurde erstmalig im GJ24 im Zuge der organisatorischen Weiterentwicklung der SNP-Gruppe implementiert und sieht eine systematische bottom-up-Analyse der lokalen Umsatzströme, differenziert nach etablierten und neuen Geschäftsmodellen, vor. Parallel werden im Rahmen einer top-down-Analyse externe Marktstudien ausgewertet, um die langfristige Marktgröße und das Potenzial der jeweiligen Segmente der SNP-Gruppe zu ermitteln.
- 304 Auf Basis dieser Erkenntnisse wird zunächst ein Budget für das Folgejahr erstellt. Die Budgeterstellung erfolgt in der Regel im vierten Quartal eines Geschäftsjahres. Ausgehend vom Budget, wird sukzessive eine Mittelfristplanung für weitere vier Jahre entwickelt.
- 305 Die Umsatzplanung erfolgt differenziert nach einzelnen Umsatzkategorien, die über die im Geschäftsbericht dargestellten operativen Segmente hinausgehen. Insbesondere im Bereich der Personalkosten stützt sich die Unternehmensplanung zudem auf eine detaillierte Prognose, die sowohl den ressourcenbedingten Personalaufbau als auch erwartete Gehaltssteigerungen berücksichtigt.
- 306 Die finale Unternehmensplanung für die GJ25-29 wurde am 5. Mai 2025 vom Vorstand der SNP-Gruppe verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt.

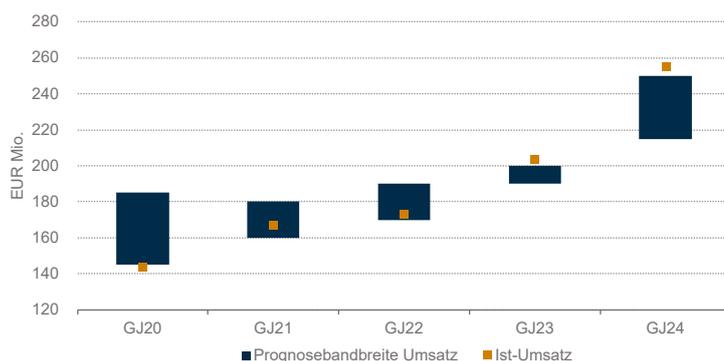
#### Abschließende Würdigung

- 307 Wir haben uns im Rahmen unserer Prüfung davon überzeugt, dass die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel und frei von Widersprüchen sind und die für die Geschäftsentwicklung der SNP-Gruppe relevanten Sachverhalte sachgerecht erfasst worden sind.
- 308 Die vorliegende Planung berücksichtigt ausschließlich organisches Wachstum. Weiterhin beinhaltet die Planung keine Synergien bzw. zusätzlichen Kosten im Zusammenhang mit der geplanten Strukturmaßnahme.
- 309 Die Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts der SNP-Gruppe verwendet werden.

#### 4.4.3 Planungstreue

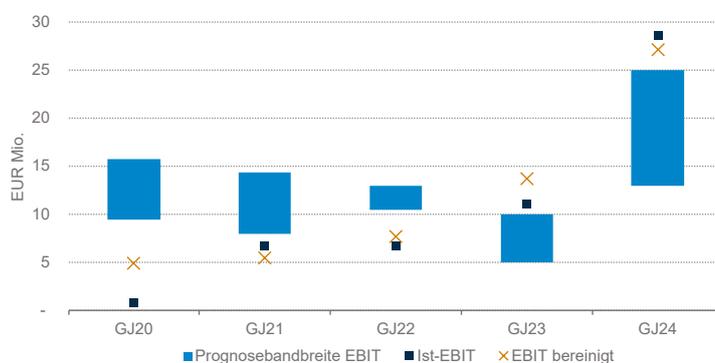
- 310 Zur Beurteilung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin einen Plan-Ist-Vergleich für die GJ20-24 vorgenommen. Zur Prüfung der Analysen und Schlussfolgerungen der Bewertungsgutachterin haben wir ebenfalls einen Plan-Ist-Vergleich durchgeführt. An dieser Stelle sei angemerkt, dass die Aussagekraft des Plan-Ist-Vergleichs für die GJ20 und GJ21 aufgrund von Projektverzögerungen bzw. -verschiebungen sowie insgesamt zurückhaltendem Investitionsverhalten im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie tendenziell als eingeschränkt zu beurteilen ist.
- 311 Nachfolgende Tabellen zeigen die tatsächlichen und geplanten Umsatzerlöse und EBITs des SNP-Konzerns. Umsatzerlöse und EBITs stellen die wesentlichen Leistungsindikatoren des SNP-Konzerns dar. Hinsichtlich des Leistungsindikators EBIT wird sowohl die tatsächliche Kennzahl gemäß Geschäftsbericht als auch die bereinigte Kennzahl dargestellt.

Abbildung 20: SNP-Gruppe – Planungstreue Umsatz



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Abbildung 21: SNP-Gruppe – Planungstreue EBIT



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 312 Im GJ20 verfehlte der SNP-Konzern sowohl seine Umsatz- als auch EBIT-Prognose. Die tatsächlichen Umsatzerlöse i.H.v. EUR 143,8 Mio. lagen – trotz unterjähriger Korrektur der ursprünglichen Prognosebandbreite von EUR 175,0 Mio. bis EUR 185,0 Mio. auf EUR 145,0 Mio. bis EUR 170,0 Mio. im Zuge der Covid-19-Pandemie – unterhalb der Prognosespanne. Mit einem tatsächlichen bzw. bereinigten EBIT i.H.v. EUR 0,8 Mio. bzw. EUR 4,9 Mio. wurde die (ebenfalls im Jahresverlauf nach unten angepasste) Prognosebandbreite verfehlt. Die Bereinigungen i.H.v. EUR 4,1 Mio. betreffen einmalige Aufwendungen für Rechtsvorgänge in den USA. Gründe für die Abweichungen zwischen prognostizierter Bandbreite und tatsächlichem bzw. bereinigtem EBIT sind neben der Covid-19-Pandemie v.a. das Nichtzustandekommen eines Partnervertrages mit einer führenden internationalen IT-Dienstleisterin sowie Projektverschiebungen und Restrukturierungsaufwendungen im Personalbereich.
- 313 Während im GJ21 die Umsatzprognose erfüllt wurde, verfehlte der SNP-Konzern mit einer tatsächlichen bzw. bereinigten EBIT-Marge von ca. 4% die Prognose, was vor allem durch unter den Erwartungen liegenden Umsatzerlösen im vierten Quartal bedingt wurde,.
- 314 Während der Ist-Umsatz der SNP-Gruppe mit EUR 173,4 Mio. im GJ22 das untere Ende der Prognosebandbreite (EUR 170,0 Mio. bis EUR 190,0 Mio.) erreichte, wurde die EBIT-Prognose verfehlt. Ursächlich hierfür waren insbesondere vorübergehend erhöhte Personalkosten sowie gestiegene extern bezogene Beratungsleistungen.
- 315 Vor allem dank einer soliden Wachstumsentwicklung in der DACH-Region sowie überproportionalem Wachstum in Großbritannien und den USA wurde die von SNP prognostizierte Umsatzspanne für das GJ23 (EUR 190,0 Mio. bis EUR 200,0 Mio.) mit einem tatsächlichen Umsatz in Höhe von EUR 203,4 Mio. übertroffen. Auch in Bezug auf das EBIT wurden die Prognose übertroffen: Sowohl das unbereinigte EBIT in Höhe von EUR 11,1 Mio., als auch das bereinigte EBIT in Höhe von EUR 13,7 Mio. lagen über den Erwartungen (EUR 5,0 Mio. bis EUR 10,0 Mio.).

316 Das gleiche Bild zeigte sich grundsätzlich auch im GJ24: Mit EUR 254,8 Mio. (Umsatz) und EUR 28,6 Mio. (EBIT unbereinigt) bzw. EUR 27,1 Mio. (EBIT bereinigt) übertraf SNP sowohl die Umsatz- (EUR 215,0 Mio. bis EUR 250,0 Mio.) als auch die EBIT-Prognosebandbreite (EUR 13,0 Mio. bis 25,0 Mio.).

317 Unsere Analyse der Plan-Ist-Abweichungen zeigt, dass die Planungsrechnungen der SNP über die letzten fünf Jahre trotz der durch die Covid-19-Pandemie bedingten Verzerrungen eine angemessene Planungsgüte aufweisen. Dementsprechend sehen wir in Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin keine Hinweise darauf, dass die verabschiedete Planung für die GJ25-29 keine angemessene Basis für Unternehmensbewertung darstellt.

#### 4.4.4 Planungsbeschreibung

318 Die Tabellen in diesem Abschnitt veranschaulichen die Planung für den Zeitraum GJ25-29 (zusammen: „**Planungszeitraum**“ bzw. „**Detailplanungshorizont**“). Zu Vergleichszwecken zeigen wir auch das letzte Ist-Jahr (GJ24) bzw. den gesamten Vergangenheitszeitraum (GJ22-24). Die historischen Jahre werden auf bereinigter Basis (siehe Abschnitt 4.4.1) ausgewiesen, um einen besseren Vergleich mit der Planung zu gewährleisten. Der Vergangenheitszeitraum und Detailplanungshorizont werden im Folgenden auch als „**Gesamtzeitraum**“ bezeichnet.

319 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Detailplanungszeitraum (Spalte „Plan Ø 25-29“) sind wie folgt definiert:

- Der CAGR für den Detailplanungszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ24-29.
- Die durchschnittlichen Margen für den Detailplanungszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ25-29.

Nachfolgende Tabelle zeigt die historischen bereinigten GuV der GJ22 bis GJ24 sowie die Plan-GuV des SNP-Konzerns:

**Tabelle 9: SNP-Konzern – Plan-GuV**

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Ø 22-24	Plan Ø 25-29
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>173,4</b>	<b>203,4</b>	<b>254,8</b>	<b>275,0</b>	<b>297,0</b>	<b>320,8</b>	<b>346,4</b>	<b>374,1</b>		
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>17,3%</i>	<i>25,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>21,2%</i>	<i>8,0%</i>
Materialaufw and Personalaufw and	(24,0) (108,1)	(23,0) (122,8)	(24,5) (151,6)	(24,1) (170,2)	(25,9) (184,4)	(27,9) (199,0)	(29,9) (213,8)	(32,1) (230,3)		
Sonstige betriebliche Ertäge	11,8	7,9	8,9	2,8	3,0	3,2	3,5	3,7		
Sonstige betriebliche Aufw endungen	(34,6)	(41,4)	(49,0)	(39,4)	(40,9)	(43,6)	(47,6)	(51,4)		
<b>EBITDA</b>	<b>18,5</b>	<b>24,1</b>	<b>38,5</b>	<b>44,0</b>	<b>48,7</b>	<b>53,5</b>	<b>58,6</b>	<b>64,1</b>		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,9%</i>	<i>15,1%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>12,5%</i>	<i>16,6%</i>
Abschreibungen	(10,8)	(10,4)	(11,4)	(11,0)	(11,0)	(10,6)	(10,4)	(10,2)		
<b>EBIT</b>	<b>7,7</b>	<b>13,7</b>	<b>27,1</b>	<b>33,0</b>	<b>37,7</b>	<b>42,9</b>	<b>48,2</b>	<b>53,9</b>		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>7,3%</i>	<i>13,3%</i>
Finanzergebnis	(3,0)	(2,3)	(3,3)	(2,5)	(2,2)	(1,2)	(0,7)	(0,7)		
Außergew öhnliches Ergebnis	(0,9)	(2,6)	1,5							
<b>EBT</b>	<b>3,8</b>	<b>8,8</b>	<b>25,3</b>	<b>30,5</b>	<b>35,5</b>	<b>41,8</b>	<b>47,5</b>	<b>53,2</b>		
Steueraufw and	(2,4)	(3,0)	(5,2)	(9,0)	(10,5)	(12,3)	(13,9)	(15,6)		
<b>Konzernperiodenergebnis</b>	<b>1,4</b>	<b>5,9</b>	<b>20,1</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>29,5</b>	<b>33,5</b>	<b>37,6</b>		

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

320 Insgesamt lässt sich die geplante Entwicklung der Ertragslage in den GJ25-29 wie folgt zusammenfassen:

- Die Umsatzerlöse sollen um durchschnittlich 8,0% p.a. steigen (gegenüber 21,2% p.a. im Vergangenheitszeitraum). Das erwartete Wachstum basiert im Wesentlichen auf dem anhaltenden Transformationsdruck seitens SAP, ihre Bestandskunden auf S/4HANA umzustellen, sowie der damit verbundenen Nachfrage nach Migrationsunterstützung durch die SNP-Gruppe.
- Die EBITDA-Marge soll bis zum Ende des Planungszeitraums auf 17,1 % ansteigen. Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung ist die geplante Öffnung der KYANO-Plattform für Partnerunternehmen, die über SNPs Infrastruktur SAP-Migrationsdienstleistungen

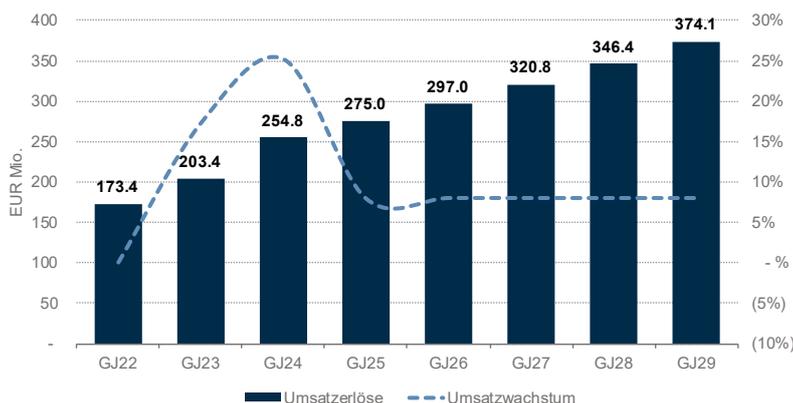
erbringen. Das Plattformmodell erhöht die Skalierbarkeit und verbessert die Margenstruktur.

321 Im Folgenden beschreiben wir die erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse, des Rohertrags, des EBITDA sowie der Investitionen und Abschreibungen im Planungszeitraum GJ25-29.

#### 4.4.4.1 Umsatzerlöse

322 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum und Planungszeitraum (Gesamtzeitraum) zusammen:

Abbildung 22: SNP-Konzern – Umsatzerlöse



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

323 Die Umsatzerlöse sollen von EUR 254,8 Mio. im GJ24 auf EUR 374,1 Mio. im GJ29 ansteigen (CAGR von 8,0 %). Das Wachstum basiert auf der strukturellen Neuausrichtung seit 2023, die zu klareren Prozessen und verbesserter Projektprofitabilität geführt hat – unter anderem durch eine konsequentere Weitergabe von Kosten an Kunden. Das Geschäftsmodell bleibt im Kern bestehen, mit stärkerem Fokus auf Profitabilität, Qualität und ausgewogenem Wachstum.

324 Wachstumstreiber ist neben der anhaltenden Nachfrage im SAP-Umfeld insbesondere die zunehmende Internationalisierung des Geschäfts. Unlängst wurden erstmalig auch außerhalb Deutschlands positive Ergebnisse erzielt. Diese Entwicklung soll im Planungszeitraum weiter vorangetrieben werden.

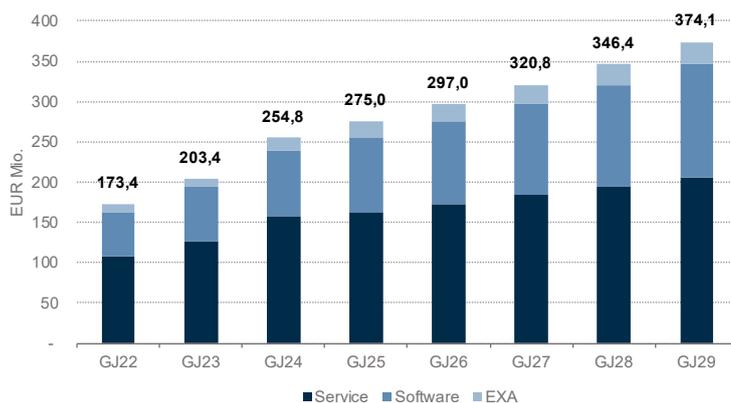
325 Der SNP-Konzern ist aktuell vollständig auf SAP ausgerichtet, unterstützt jedoch zunehmend auch Migrationsprojekte von anderen Systemen hin zu SAP.

326 Die Segmentierung der Umsatzerlöse im Planungszeitraum entspricht der Segmentierung der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum.

#### Umsatzerlöse nach Segment

327 Nachfolgende Abbildung zeigt die Verteilung der Umsatzerlöse auf die drei operativen Segmente im Gesamtzeitraum:

Abbildung 23: SNP-Konzern – Umsatzerlöse nach Segment



Quelle: Unternehmensinformationen; A&amp;M Analyse.

### Software

- 328 Das Softwaresegment des SNP-Konzerns soll künftig mit jährlichen Wachstumsraten zwischen 10,9% und 13,1% von EUR 81,2 Mio. im GJ24 auf EUR 140,6 Mio. im GJ29 wachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 11,6 % entspricht.
- 329 Die Umsätze entstammen im Wesentlichen der Software-Lizenzen für CrystalBridge sowie der neueren Kyano Suite, die Kunden im Rahmen von Datenmigrationsprojekten zur Umstellung auf S4/HANA verkauft und dann von Servicepersonal zur Umsetzung der Migration verwendet werden.
- 330 CrystalBridge und Kyano Suite umfassen zentrale Softwarelösungen für Datenmigration und -management. Hierzu zählen insbesondere Module zur klassischen Datenmigration (Kyano Move), zur Archivierung und temporären Auslagerung von Daten (Kyano Manage) sowie zur dauerhaften Nutzung über Cloud-Subscriptions (Kyano Foundation).
- 331 Die Entwicklung der Softwareumsätze war in der Vergangenheit stark durch Einzelprojekte mit Großkunden und unregelmäßige Lizenzabschlüsse geprägt, die sich nur begrenzt skalieren ließen. Ab dem Jahr 2023 wurde die Vertriebsstrategie grundlegend überarbeitet und seitdem stärker auf wiederkehrende Softwareerlöse ausgerichtet.
- 332 Die Softwarepreise richten sich nach der Größe des Systems (z. B. Terabyte-Volumen), dem Anwendungsfall (z. B. M&A, S/4HANA-Migration) sowie der Komplexität des SAP-Systems. In der Regel wird die Software gemeinsam mit entsprechenden Dienstleistungen angeboten. Angesichts der hohen Komplexität von Migrationen ist der Einsatz von Services unverzichtbar, um die Softwarelösungen beim Kunden erfolgreich zu implementieren und individuell anzupassen.
- 333 Das Software-Geschäft soll in Zukunft im Wesentlichen auf der Bereitstellung sowie Erweiterung der Kyano Plattform basieren. Während Kyano Move und Manage bereits einen etablierten Umsatzbeitrag leisten, befindet sich Kyano Foundation noch in der frühen Vermarktungsphase. Langfristig wird erwartet, dass Foundation den Anteil wiederkehrender, margaenstarker Softwareerlöse steigert.
- 334 Ein wesentlicher Wachstumstreiber soll die internationale Expansion des Softwaresegments, insbesondere in den Regionen Nordamerika und EMEA, sein. Als weiterer wichtiger Wachstumsfaktor wird die Partnerschaftsstrategie des SNP-Konzerns geplant. Hierbei arbeitet der SNP-Konzern mit führenden Serviceanbietern zusammen, um diese in die Lage zu versetzen, die Kyano-Plattform zu nutzen und so zusätzliche Kunden zu bedienen. So kann der SNP-Konzern die Skalierung des profitableren Softwaresegments vorantreiben, ohne die eigenen Kapazitäten für die operative Umsetzung vollständig bereitstellen zu müssen.
- 335 Vor diesem Hintergrund sieht die Planung vor, den Anteil des Softwaresegments am Gesamtumsatz von 31,9 % im GJ24 auf 37,6% im GJ29 zu steigern.

## Services

- 336 Der Service-Bereich soll von EUR 157,7 Mio. im GJ24 mit jährlichen Wachstumsraten zwischen 3,5% und 6,1% auf EUR 205,4 Mio. im GJ29 wachsen.
- 337 Der Bereich Services konzentriert sich primär auf projektbezogene Beratungs- und Implementierungsleistungen im Kontext von SAP-Transformationsprojekten. In der Praxis werden Softwarelösungen häufig in Kombination mit Beratungsleistungen angeboten, da eine erfolgreiche Umsetzung fundiertes Transformations-Know-how erfordert.
- 338 Historisch war der Servicebereich des SNP-Konzerns durch eine starke Abhängigkeit von internem Personal geprägt. Die Umsetzung von Projekten erfolgte vor allem über firmeneigene Ressourcen, was die Flexibilität und Skalierbarkeit der Projekte einschränkte.
- 339 Im Zuge der strukturellen Neuausrichtung in 2023 lag ein wesentlicher Fokus im Servicebereich auf der Optimierung des Servicegeschäfts. Dies umfasste unter anderem die Anpassung der Stundensätze bei Kunden im Zuge von internen Gehaltserhöhungen, um eine nachhaltige Projektprofitabilität sicherzustellen. Zudem wurde ab 2023 begonnen, die Serviceleistungen sukzessive an externe Partner auszulagern. Ziel ist es gemäß Management, die internen Ressourcen auf marginstarke Softwareumsätze zu konzentrieren und gleichzeitig die Lieferfähigkeit durch ein Partnernetzwerk aufrechtzuerhalten.

## EXA

- 340 Das Segment EXA ist separat zu betrachten und fokussiert sich auf spezialisierte Softwarelösungen, insbesondere für die Steuerung von Lieferketten, die Überwachung interner Verrechnungspreise sowie die Optimierung globaler Wertschöpfungsketten. Die Lösungen der EXA sind typischerweise unabhängig vom klassischen Migrationsgeschäft des SNP-Konzerns.
- 341 Nach einem umsatzstarken GJ24 im Zuge erfolgreicher Projektabschlüsse mit mehreren Großkunden soll der Umsatz der EXA im Zuge der Planung bis zum GJ29 von EUR 15,9 Mio. im GJ24 auf EUR 28,1 Mio. ansteigen, entsprechend einem CAGR von 12,1%.

## Umsatzplanung nach Projektkategorien

- 342 Im Rahmen des Planungsprozesses unterscheidet der SNP-Konzern neben der Unterteilung in die drei operativen Segmente auch zwischen Bestandsgeschäft, Neugeschäft sowie unterschiedlichen Projektfeldern. Diese Umsatzkategorien bilden die Grundlage für die Unternehmensplanung und stellen eine alternative Strukturierung dar, indem sie jeweils sowohl Software- als auch Serviceerlöse beinhalten. Sie dienen dazu, die Umsatzentwicklung entlang der Herkunft und Art der Projekte transparenter abzubilden und gezielter zu steuern.
- 343 Nachfolgende Abbildung zeigt die Verteilung der Umsatzerlöse auf die verschiedenen Umsatzkategorien im Gesamtzeitraum:

**Abbildung 24 – SNP-Konzern – Umsatzerlöse nach Kategorie**



- 344 Die beiden umsatzstärksten Kategorien innerhalb der alternativen Umsatzstruktur stellen das Geschäftsfeld SAP-Modernisierung sowie das übrige Bestandsgeschäft dar. Gemeinsam

vereinen sie im GJ24 rund 72,8% des Gesamtumsatzes auf sich und bilden damit den Schwerpunkt des operativen Geschäfts.

#### **SAP-Modernisierung**

- 345 Das Geschäftsfeld SAP-Modernisierung umfasst ausschließlich Umsätze, die aus Migrationsdienstleistungen im Zusammenhang mit der Umstellung von SAP ECC auf S/4HANA resultieren. Es wird erwartet, dass die Umsätze dieser Kategorie von EUR 113,2 Mio. im GJ24 auf EUR 180,6 Mio. im GJ29 ansteigen werden, entsprechend einem CAGR von 9,8%.
- 346 Hintergrund des starken Wachstums soll insbesondere der zunehmende Druck seitens SAP sein, ihre Bestandskunden zur Migration zu bewegen. Hinzu kommt die angekündigte Beendigung des Supports für ECC-Systeme bis voraussichtlich 2032, sodass in den kommenden Jahren mit einer deutlich steigenden Nachfrage nach entsprechenden Transformationsleistungen gerechnet wird.
- 347 Da viele Unternehmen den Umstieg von ECC auf S/4HANA aufgrund potenzieller Risiken und Betriebsunterbrechungen verzögern, legt SNP besonderen Wert auf Qualität und Projektsicherheit. Eine zentrale Leistungskennzahl ist hierbei „Near Zero Downtime“, welche sicherstellt, dass Systemumstellungen nahezu ohne Betriebsunterbrechungen erfolgen – ein entscheidendes Vertrauenselement im Verkaufsprozess.
- 348 Während der adressierbare Markt für SAP-Migrationen grundsätzlich groß ist, liegt der limitierende Faktor für das Wachstum in diesem Bereich aktuell nicht in der Marktnachfrage, sondern in der Verfügbarkeit qualifizierter interner Servicekapazitäten. Besonders bei komplexen Transformationsprojekten werden erfahrene Fachkräfte benötigt, die nur begrenzt verfügbar sind. Um dieser Einschränkung zu begegnen und die Skalierbarkeit des Geschäfts zu erhöhen, setzt SNP zunehmend auf ein wachsendes Netzwerk von Partnerunternehmen, die eigenständig Projekte realisieren und so zusätzliche Umsetzungskapazitäten schaffen.
- 349 Darüber hinaus soll die internationale Expansion weiter vorangetrieben werden, insbesondere durch den Eintritt in zusätzliche Zielmärkte wie Frankreich oder die Vereinigten Arabischen Emirate. Der Markteintritt erfolgt typischerweise durch den Aufbau lokaler Strukturen, insbesondere durch die Etablierung eines Büros mit erfahrenen Vertriebsmitarbeitern, die in der Lage sind, erste Ankerprojekte zu gewinnen und so eine nachhaltige Marktpräsenz zu etablieren.

#### **Übriges Bestandsgeschäft**

- 350 Die Umsatzkategorie „übriges Bestandsgeschäft“ umfasst Kunden, die bereits auf SAP S/4HANA migriert wurden, jedoch im weiteren Verlauf zusätzliche Modernisierungen oder Anpassungen ihres Systems vornehmen müssen. Solche Folgeprojekte können beispielsweise aus organisatorischen Veränderungen wie Carve-outs, Fusionen oder Prozessoptimierungen resultieren. Dieses Geschäftsfeld bietet SNP die Möglichkeit, bestehende Kundenbeziehungen langfristig zu vertiefen und kontinuierliche Erlöse aus ergänzenden Dienstleistungen zu generieren.
- 351 Die Umsätze im Bereich „übriges Bestandsgeschäft“ sollen vergleichsweise moderat von EUR 72,3 Mio. im GJ24 auf EUR 87,9 Mio. im GJ29 ansteigen, entsprechend einem CAGR von 4,0%. Da diese Kategorie ausschließlich Kunden umfasst, die bereits auf SAP S/4HANA migriert wurden und darüber hinaus zusätzliche Anpassungen oder Erweiterungen ihres Systems benötigen, ist der Kreis potenzieller Kunden im Vergleich zur Kategorie „SAP-Modernisierung“ deutlich begrenzter und das Umsatzwachstum schwerer zu prognostizieren als für SAP-Modernisierungsprojekte.

#### **Durchleitungsgeschäft in Lateinamerika**

- 352 Das Durchleitungsgeschäft in Lateinamerika soll von EUR 20,5 Mio. im GJ24 auf EUR 13,5 Mio. im GJ29 sinken, entsprechend eine CAGR von -8,0%. Das Durchleitungsgeschäft in Lateinamerika ist ein historisch gewachsenes Geschäftsmodell des SNP-Konzerns, bei dem SAP-Softwarelizenzen über lokale Partnerunternehmen in Lateinamerika vertrieben werden. Hintergrund ist, dass SAP in mehreren Ländern der Region keinen eigenen Direktvertrieb unterhält und daher auf Distributionspartner wie der SNP-Konzern angewiesen ist.

- 353 Im Zuge der Veräußerung der SNP Poland Sp. z o.o. im GJ22 – die einen wesentlichen Anteil am Durchleitungsgeschäft in Lateinamerika hielt – gingen die Umsätze aus diesem Geschäftsmodell von EUR 29,1 Mio. im GJ22 auf EUR 15,2 Mio. im GJ23 deutlich zurück.
- 354 Ungeachtet des Verkaufs der SNP Poland Sp. z o.o. sind die Umsätze des Durchleitungsgeschäfts in Lateinamerika im GJ24 auf EUR 20,5 Mio. gestiegen. Dies beruht insbesondere darauf, dass ein margenschwaches Großprojekt angenommen wurde, um ein drohendes Auslastungsproblem der Mitarbeitenden zu vermeiden und kurzfristige wirtschaftliche Schäden abzuwenden.
- 355 Das Geschäft ist stark von der strategischen Partnerschaft mit SAP geprägt, da die Fortführung der Durchleitung von SAP ausdrücklich gewünscht wird. Gleichzeitig erzielt der SNP-Konzern mit diesem Modell nur geringe Margen, da es sich im Wesentlichen um volumengetriebenes Weiterleitungsgeschäft ohne operative Wertschöpfung handelt. Vor diesem Hintergrund plant der SNP-Konzern, das Durchleitungsgeschäft in Lateinamerika künftig deutlich zurückzufahren, ohne jedoch die partnerschaftliche Beziehung zu SAP zu gefährden.

#### **Dauerhafte Services zur Förderung der Unternehmensagilität**

- 356 Die Umsatzkategorie „Dauerhafte Services zur Förderung der Unternehmensagilität“ soll von EUR 4,0 Mio. im GJ24 auf EUR 14,1 Mio. im GJ29 wachsen, entsprechend einem CAGR von 29,2%.
- 357 Dauerhafte Services zur Förderung der Unternehmensagilität umfassen Umsätze, die typischerweise dann entstehen, wenn nach erfolgreichen Projektabschlüssen dauerhaft wiederkehrende Anpassungen am SAP-System erforderlich sind – etwa durch Unternehmenszukäufe oder Reorganisationen auf Kundenseite, im Gegensatz zu einmaligen Projekten.
- 358 Um für jedes dieser Folgeprojekte nicht erneut Einzelverträge aufsetzen zu müssen, strebt SNP eine Umstellung auf dauerhafte Lizenzvereinbarungen an. Diese sollen einerseits stabile, wiederkehrende Einnahmen generieren und andererseits den administrativen Aufwand reduzieren.

#### **Archivierung und Stilllegung**

- 359 Die Umsatzkategorie „Archivierung und Stilllegung“ soll von EUR 9,0 Mio. im GJ24 auf EUR 14,7 Mio. im GJ29 wachsen, entsprechend einem CAGR von 10,2%. Die Kategorie umfasst ein Bestandsprodukt des SNP-Konzerns, mit dem Daten dauerhaft oder temporär archiviert werden können. Es handelt sich um eine Softwarelösung, die aktuell getrennt vom klassischen Migrationsgeschäft verkauft wird.
- 360 In der Planungsrechnung ist das Segment mit einem – verglichen mit dem Gesamtumsatz – überdurchschnittlichem Wachstum hinterlegt, da sich das Management von einer stärkeren Integration in die SAP-Modernisierungsprojekte zukünftig zusätzliche Umsätze verspricht.
- 361 Die strategische Logik besteht darin, dass im Rahmen einer Migration auf S/4HANA SAP in der Regel auch den Umstieg auf Cloud-Infrastrukturen forciert. Kunden mit großen Datenmengen sehen sich dadurch mit erheblichen Speicherkosten konfrontiert. SNP positioniert seine Archivierungslösung als wirtschaftliche Alternative, um nicht-aktive Daten auszulagern und nur relevante Informationen in der Cloud vorzuhalten.
- 362 Die zukünftige Strategie sieht zudem eine engere Verknüpfung mit Migrationsprojekten vor, um die Lösung als integralen Bestandteil des Gesamtangebots zu etablieren.

#### **Sonstige Umsatzkategorien (zusammengefasst)**

- 363 In den übrigen Umsatzkategorien sind insbesondere Umsätze für Partnergeschäft und EXA enthalten. In Summe sollen die Umsätze von EUR 35,8 Mio. im GJ24 auf EUR 63,1 Mio. im GJ29 steigen sollen, entsprechend einem CAGR von 12,0%.
- 364 Im Rahmen des Kyano Frameworks plant der SNP-Konzern, die eigene Kyano-Plattform für externe Servicepartner zu öffnen. Diese Partnerunternehmen sollen selbstständig Transformationsdienstleistungen bei Endkunden erbringen, während die SNP-Gruppe primär als Softwareanbieter agiert.

- 365 Die strategische Motivation dahinter liegt in der begrenzten Verfügbarkeit interner Servicekapazitäten. Durch die Einbindung von Partnern kann der SNP-Konzern zusätzliche Projekte adressieren, ohne eigenes Personal aufbauen zu müssen.
- 366 Für vermittelte Projekte erhält der SNP-Konzern einen Lizenzumsatzanteil, wodurch sich das Softwaregeschäft skalieren lässt und neue, margenstarke Umsatzpotenziale erschlossen werden.
- 367 Darüber hinaus umfasst diese Position zusätzliche Migrationsservices, etwa die Überführung von Altsystemen außerhalb der SAP-Welt in S/4HANA sowie die Migration von Kundendaten aus lokalen Serverumgebungen in Cloud-Infrastrukturen.

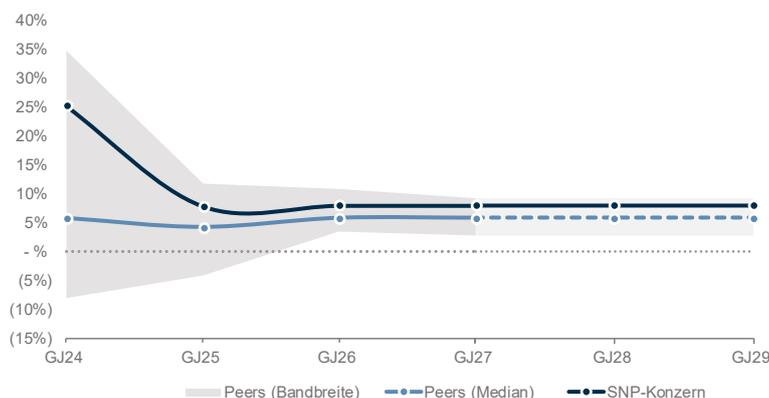
### Marktvergleich

Das geplante Gesamtumsatzwachstum des SNP-Konzerns liegt leicht unterhalb der im Abschnitt 4.2.4 beschriebenen prognostizierten Markt-Wachstumsraten. Hierbei ist zu beachten, dass die Marktprognosen vor allem das Segment der Datenmigration im Rahmen von SAP-Modernisierungen abbilden – ein Bereich, der den strategischen Fokus der SNP-Gruppe darstellt. Im direkten Vergleich mit diesem Teilmarkt bewegt sich die erwartete Wachstumsdynamik der SNP-Gruppe innerhalb der unteren Bandbreite des Marktwachstums. Die vergleichsweise moderaten Wachstumsannahmen sind auskunftsgemäß auf das strategische Ziel der SNP zurückzuführen, Projektgeschäft in hoher Ausführungsqualität umzusetzen, was zu einer bewussten Begrenzung der Kapazitäten führen kann. Die Wachstumsstrategie ist damit nicht nur volumengetrieben, sondern auch auf nachhaltige Kundenbindung und Projektexzellenz ausgerichtet.

### Peer-Vergleich

- 368 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir das geplante Umsatzwachstum mit den Konsensschätzungen für die Peer-Unternehmen verglichen. Die der Analyse zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognosen für die Vergleichsunternehmen wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen.
- 369 Nachfolgende Abbildung stellt die Wachstumsraten der Umsatzerlöse des SNP-Konzerns dem Wachstum der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-29 gegenüber.

**Abbildung 25: Peer Vergleich – Umsatzwachstum<sup>90</sup>**



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

- 370 Die Analyse des Umsatzwachstums vergleichbarer Unternehmen zeigt, dass die SNP-Gruppe im Ist-Jahr GJ24 ein deutlich höheres Wachstum als der Median der Peer-Unternehmen erzielt hat, wobei der Wert innerhalb der beobachteten Bandbreite liegt. Für die Jahre GJ25 bis GJ27 wird erwartet, dass sich das Umsatzwachstum der SNP-Gruppe zunehmend dem Median der Peer-Unternehmen annähert und sich im Planungszeitraum in ähnlicher Größenordnung, aber leicht höher entwickelt.

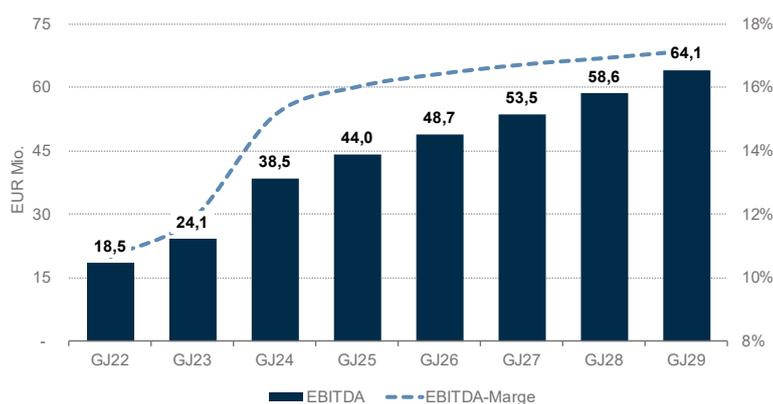
<sup>90</sup> Fehlende Werte für Wavestone im GJ27 wurden anhand der Umsatzentwicklung der übrigen Peer-Unternehmen fortentwickelt. Die erwartete dargestellte Entwicklung der Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen ab GJ28 entspricht der Erwartung für das GJ27.

- 371 Die rückläufige Wachstumsdynamik erklärt sich laut Management vor allem durch das außergewöhnlich starke Wachstum im Jahr 2024, das auf den Abschluss mehrerer großvolumiger Softwarelizenzverträge, erfolgreiche Abschlüsse langwieriger Vertriebszyklen bei der Tochtergesellschaft EXA sowie die Akquisition der Trigon zurückzuführen ist.
- 372 Insgesamt lässt sich aus dem Peer Group-Vergleich nicht auf zu niedriges Wachstum der SNP-Konzern im Planungszeitraum schließen.

### EBITDA

- 373 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge im Gesamtzeitraum zusammen:

Abbildung 26: SNP-Konzern – EBITDA



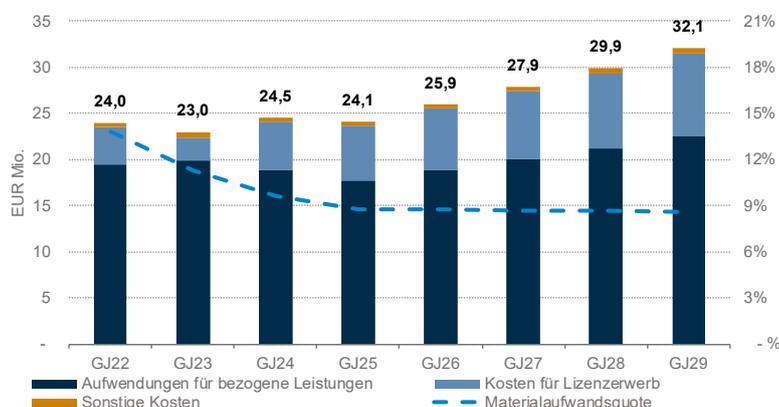
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 374 Für das EBITDA erwartet das Management einen Anstieg von EUR 38,5 Mio. im GJ24 auf EUR 64,1 Mio. im GJ29. Die Margenverbesserung von 15,1% im GJ24 auf 17,1% im GJ29 basiert im Wesentlichen auf dem geplanten Umsatzwachstum, das Skaleneffekte ermöglichen und somit zur Ergebnisverbesserung beitragen soll.

### Materialaufwand

- 375 Der Materialaufwand soll von EUR 24,5 Mio. im GJ24 auf EUR 32,1 Mio. im GJ29 anwachsen, entsprechend einem Rückgang der Materialaufwandsquote von 9,6% im GJ24 auf 8,6% im GJ29. Der Materialaufwand umfasst Aufwendungen für bezogene Leistungen im Service Bereich sowie Kosten für Lizenzzerwerbe und sonstige Kosten.
- 376 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Aufwendungen für bezogene Leistungen im Service Bereich, Kosten für Lizenzzerwerbe und sonstige Kosten im Vergangenheits- und Planungszeitraum:

Abbildung 27: SNP-Konzern – Materialaufwand



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

### Aufwendungen für bezogene Leistungen

- 377 Die Aufwendungen für bezogene Leistungen sollen von EUR 18,8 Mio. im GJ24 auf EUR 22,4 Mio. im GJ29 ansteigen, entsprechend einem Rückgang in Prozent der Service-Umsätze von 11,4% im GJ24 auf 10,1% im GJ29.
- 378 Die direkten Servicekosten beinhalten Aufwendungen für externe Berater, die zur Überbrückung interner Kapazitätsengpässe bei der Durchführung von Kundenprojekten herangezogen werden.
- 379 Der erwartete Rückgang ab dem GJ25 resultiert aus der Insourcing-Strategie der SNP-Gruppe, die den gezielten Ausbau interner Kapazitäten umfasst, insbesondere im Bereich Service Delivery und Forschung und Entwicklung („F&E“). Bestehende Strukturen, etwa das Center of Excellence mit EXA in Indien (~100 Mitarbeitende), sollen dabei gezielt genutzt werden.
- 380 Gleichzeitig sieht die Planung weiterhin vor, bei Engpässen gezielt auf externe Ressourcen zurückzugreifen, um eine vollständige Abhängigkeit von internen Kapazitäten zu vermeiden und flexibel auf Auftragsschwankungen reagieren zu können.

### Kosten für Lizenzerwerbe

- 381 Kosten für Lizenzerwerbe sollen von EUR 5,3 Mio. im GJ24 auf EUR 9,1 Mio. im GJ29 steigen, entsprechend einer konstanten Aufwandsquote von 0,2% im Planungszeitraum. Sie umfassen im Wesentlichen zugekaufte Entwicklungsleistungen, darunter sowohl externe Beratungen als auch projektbezogene Spezialentwicklungen.
- 382 Strategisch wird ein zweigleisiger Ansatz verfolgt: Einerseits der gezielte Ausbau interner Kapazitäten („All for One“-Ansatz), andererseits der Zukauf externer Leistungen, sofern intern kein entsprechendes Know-how vorhanden ist – insbesondere bei komplexen Spezialthemen wie Künstlicher Intelligenz oder spezifischem Expertenwissen.

### Personalaufwand

- 383 Der Personalaufwand umfasst sowohl direkte Personalkosten im Service-Segment als auch Personalaufwand für F&E, Verwaltung, Vertrieb und Marketing. Die Mitarbeitendenzahl belief sich zum Ende des GJ24 auf 1.464 Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen.
- 384 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Personalaufwands und der Personalaufwandsquote im Gesamtzeitraum:

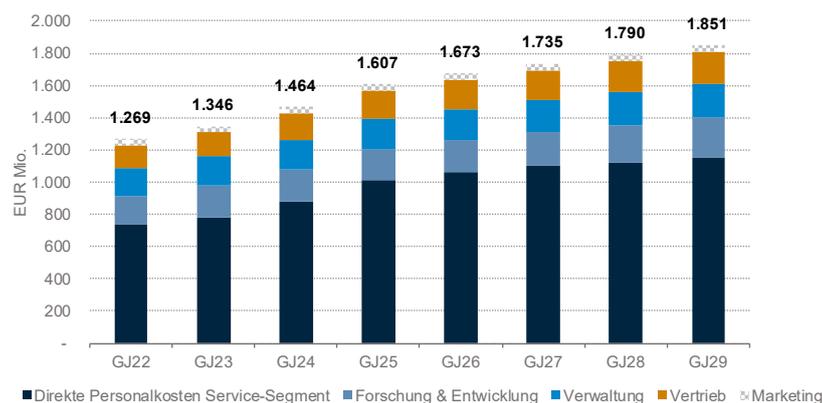
**Tabelle 10: SNP-Konzern – Personalaufwand**

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Ist Ø 22-24	Plan Ø 25-29
Direkte Personalkosten Service-Segment	60,2	64,4	81,0	94,3	102,8	110,9	117,7	125,4	16,0%	7,4%
Forschung & Entwicklung	12,9	15,7	17,0	17,9	19,1	20,8	23,7	26,9	14,8%	10,8%
Verwaltung	12,8	14,2	16,7	17,9	18,8	19,7	20,6	21,6	14,2%	4,8%
Vertrieb	19,7	25,7	34,1	37,2	40,7	44,4	48,5	52,9	31,7%	9,2%
Marketing	2,6	2,8	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,5	4,2%	4,8%
<b>Personalaufwand</b>	<b>108,1</b>	<b>122,8</b>	<b>151,6</b>	<b>170,2</b>	<b>184,4</b>	<b>199,0</b>	<b>213,8</b>	<b>230,3</b>	<b>18,4%</b>	<b>7,9%</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>62,4%</i>	<i>60,4%</i>	<i>59,5%</i>	<i>61,9%</i>	<i>62,1%</i>	<i>62,0%</i>	<i>61,7%</i>	<i>61,6%</i>	<i>60,7%</i>	<i>61,9%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 385 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Mitarbeitendenzahl im Gesamtzeitraum:

Abbildung 28: SNP-Konzern – Mitarbeitendenzahl



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 386 Der Personalaufwand soll von EUR 151,6 Mio. im GJ24 auf EUR 230,3 Mio. im GJ29 steigen, entsprechend einem Anstieg der Personalaufwandsquote von 59,5% im GJ24 auf 61,6% im GJ29. Im Vergleich dazu soll die Mitarbeitendenzahl von 1.464 zum Ende des GJ24 auf 1.851 im GJ29 wachsen.
- 387 Der geplante Anstieg der Personalkosten ist neben den Neueinstellungen zudem geprägt durch jährlich erwartete Gehaltssteigerungen von 3% bis 5%, je nach Personalbereich.
- 388 Die direkten Personalkosten im Service-Segment umfassen den wesentlichen Teil der Personalkosten. Sie sollen im Zuge eines geplanten Personalaufbaus von 882 Mitarbeitenden im GJ24 auf 1.150 Mitarbeitende im GJ29 ansteigen. Damit verbunden ist ein Anstieg der Kosten von EUR 81,0 Mio. auf EUR 125,4 Mio. Der größte Personalaufbau ist mit 129 zusätzlichen Mitarbeitenden für das GJ25 geplant.
- 389 Der geplante Personalaufbau im GJ25 erfolgt gezielt in allen Regionen außer Lateinamerika, mit Fokus auf EMEA, Nordamerika, Asien sowie das Center of Excellence (CoE) in Indien. Hintergrund ist die aktuell hohe Auslastung sowie der Gewinn mehrerer großer Softwareverträge („Big Tickets“), die in Zukunft von Servicepersonal umgesetzt werden müssen. Aufgrund langer Anlaufzeiten bei neuen Mitarbeitenden – insbesondere bei komplexen Projekten – ist ein frühzeitiger Kapazitätsaufbau erforderlich.
- 390 Darüber hinaus ist im F&E-Bereich ab dem GJ27 ein signifikanter Aufbau von Mitarbeitenden geplant. Der Bereich soll von 210 Mitarbeitenden im GJ27 auf 251 im GJ29 anwachsen.
- 391 Der geplante Personalaufbau im F&E-Bereich ab dem GJ27 basiert auf gezielten Investitionen, insbesondere zur Unterstützung neuer bereits geplanter Anwendungsfälle im Softwarebereich, für deren Entwicklung weitere Ressourcen benötigt werden. Es ist geplant, dass bis zum GJ26 eine bereits laufende Reorganisation der bestehenden Strukturen abgeschlossen werden soll. Für diese Reorganisation wurde ein externer Beratungsauftrag mit dem Ziel vergeben, Rollen, Zuständigkeiten und Produktverantwortlichkeiten klar zu definieren. Hintergrund ist die historisch gewachsene, heterogene Teamstruktur infolge mehrerer Akquisitionen. Der bisherige Unternehmensfokus lag verstärkt auf dem Service-Bereich, wodurch im F&E-Bereich organisatorische Lücken entstanden sind. Mit Abschluss der Reorganisation sollen auskunftsgemäß ab 2027 verstärkt Investitionen in diesem Bereich erfolgen.
- 392 Der Personalaufwand für Vertrieb soll von EUR 34,1 Mio. im GJ24 auf EUR 52,9 Mio. im GJ29 und somit leicht überproportional zum Umsatz wachsen. Der Anstieg ist insbesondere durch eine jährlich geplante Erhöhung der Mitarbeitendenzahl um ca. 4% sowie höhere geplante Gehaltssteigerungen im Planungszeitraum getrieben.
- 393 Gehaltssteigerungen im Bereich Vertrieb fallen tendenziell höher aus als in anderen Bereichen, da die Nachfrage nach qualifizierten Vertriebskräften besonders stark ist und der Wettbewerb in diesem Bereich hoch bleibt. Insbesondere in neuen Märkten oder bei Expansionsstrategien, wo die SNP-Gruppe erfahrene und gut vernetzte Vertriebsmitarbeitende benötigt, sind hohe Anfangsinvestitionen erforderlich. Zudem plant das Management eine Steigerung der

Umsatzerlöse je Vertriebsmitarbeitendem um ca. 21 % bis GJ29, was auf eine höhere individuelle Leistung abzielt und damit zugleich steigende Gehälter rechtfertigt.

- 394 Demgegenüber wird in den Bereichen Verwaltung und Marketing ein unterproportionaler Anstieg der Kosten geplant. In Summe sollen die Personalkosten für Verwaltung und Marketing von EUR 19,5 Mio. im GJ24 auf EUR 25,1 Mio. im GJ29 steigen. Hintergrund für den geringeren Anstieg sind neben einem geplanten jährlichen Anstieg der Mitarbeitendenzahl um ca. 2% auch erwartete Gehaltssteigerungen im Planungszeitraum, die deutlich unter denen der Vertriebsmitarbeiter liegen.

### Sonstige Erträge/Aufwendungen

- 395 Die sonstigen Erträge/Aufwendungen umfassen insbesondere Reisekosten, Gebäudekosten, Marketingsaufwendungen, administrative Aufwendungen, sonstige Personalaufwendungen sowie sonstige Kosten. Historisch wurden zudem Wechselkurseffekte berücksichtigt.
- 396 Die kumulierte Position „Sonstige Erträge/Aufwendungen“ soll von einem Aufwand von EUR 40,1 Mio. im GJ24 auf einen Aufwand von EUR 47,6 Mio. im GJ29 wachsen, entsprechend einem Rückgang in Prozent der Umsatzerlöse von 15,8% im GJ24 auf 12,7% im GJ29. Hintergrund des prozentualen Rückgangs sind insbesondere Kostenbestandteile wie die Gebäudekosten oder Reisekosten, die an die geplante Entwicklung der Mitarbeitendenzahl geknüpft sind. Da das Wachstum der Umsatzerlöse überproportional zum Anstieg Mitarbeitendenzahl geplant ist, soll die Aufwandsquote im Planungszeitraum sinken.

**Tabelle 11: SNP-Konzern - Sonstige Erträge/Aufwendungen**

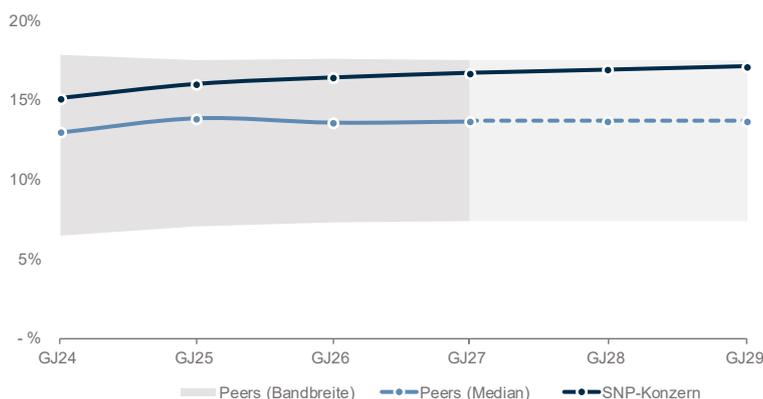
EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Ist Ø 22-24	Plan Ø 25-29
Reisekosten	3,3	5,1	6,0	6,6	6,5	6,7	7,3	7,9	35,3%	4,5%
Gebäudekosten (exkl. Abschreibungen)	6,1	7,0	6,7	7,4	7,7	8,3	9,0	9,7	5,6%	7,0%
Marketingkosten	4,3	4,7	6,3	6,9	7,0	7,2	7,6	8,2	21,3%	4,6%
Administrative Aufwendungen	13,0	12,4	14,2	13,7	14,8	16,0	17,8	19,2	4,4%	8,8%
Sonstige Personalaufwendungen	2,6	3,2	3,8	4,3	4,3	4,7	5,2	5,6	21,1%	7,1%
Sonstige Kosten	5,3	9,0	12,0	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	49,8%	8,0%
<b>Sonstige Aufwendungen</b>	<b>34,6</b>	<b>41,4</b>	<b>49,0</b>	<b>39,4</b>	<b>40,9</b>	<b>43,6</b>	<b>47,6</b>	<b>51,4</b>	<b>19,1%</b>	<b>6,9%</b>
Nicht wiederkehrende Erträge	10,0	6,1	7,1	-	-	-	-	-	(15,9%)	n.a.
Wiederkehrende Erträge	1,8	1,8	1,9	2,8	3,0	3,2	3,5	3,7	1,7%	8,0%
<b>Sonstige Erträge</b>	<b>11,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>(13,0%)</b>	<b>8,0%</b>
<b>Sonstige Erträge/Aufwendungen</b>	<b>(22,8)</b>	<b>(33,5)</b>	<b>(40,1)</b>	<b>(36,6)</b>	<b>(38,0)</b>	<b>(40,4)</b>	<b>(44,1)</b>	<b>(47,6)</b>	<b>32,7%</b>	<b>6,8%</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

### Peer-Vergleich

- 397 Zur besseren Einordnung der geplanten EBITDA-Marge des SNP-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung stellt die geplante Entwicklung der EBITDA-Marge des SNP-Konzerns den entsprechenden Profitabilitätserwartungen der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-29 gegenüber.

Abbildung 29: Peer-Vergleich – EBITDA-Marge<sup>91</sup>



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

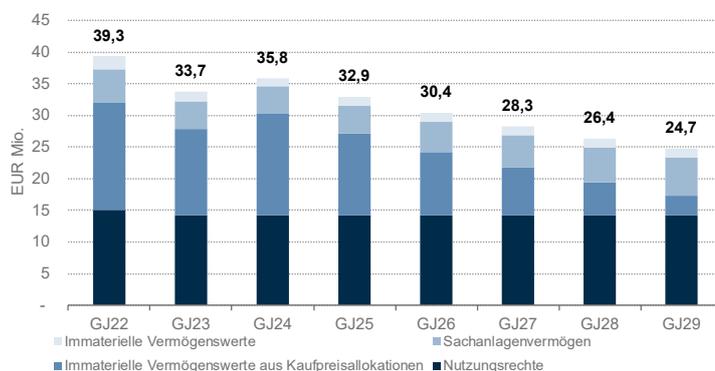
- 398 In der Gesamtschau bewegt sich die prognostizierte EBITDA-Marge des SNP-Konzerns über den gesamten Planungszeitraum GJ24 bis GJ29 hinweg am oberen Ende der Bandbreite der Vergleichsunternehmen und liegt durchgehend oberhalb des Peer Group-Medianwerts.
- 399 Diese Positionierung ist im Wesentlichen auf die strategische Spezialisierung der SNP-Gruppe auf das margenstarke Segment der S/4HANA-Datenmigrationen zurückzuführen, während die Peer-Unternehmen typischerweise ein breiter diversifiziertes Leistungsportfolio abdecken, das auch weniger profitable Geschäftsfelder umfasst. Aus dem Grund wird bis zum GJ29 ein weiterer Anstieg der Marge auf 17,1% erwartet.
- 400 Insgesamt deuten aus der Peer-Analyse keine erkennbaren Anzeichen darauf hin, dass sich die geplante EBITDA-Marge des SNP-Konzerns in den GJ25-29 außerhalb einer plausiblen Bandbreite befindet.

#### 4.4.4.3 Investitionen und Abschreibungen/Amortisierung

##### 4.4.4.3.1 Anlagevermögen

- 401 Das Anlagevermögen der SNP-Gruppe umfasst Sachanlagen, Nutzungsrechte gemäß IFRS 16 sowie immaterielle Vermögenswerte, die sich wiederum in immaterielle Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen und sonstige immaterielle Vermögenswerte unterteilen.
- 402 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Anlagevermögens im Zeitraum GJ24-29:

Abbildung 30: SNP-Konzern – Anlagevermögen

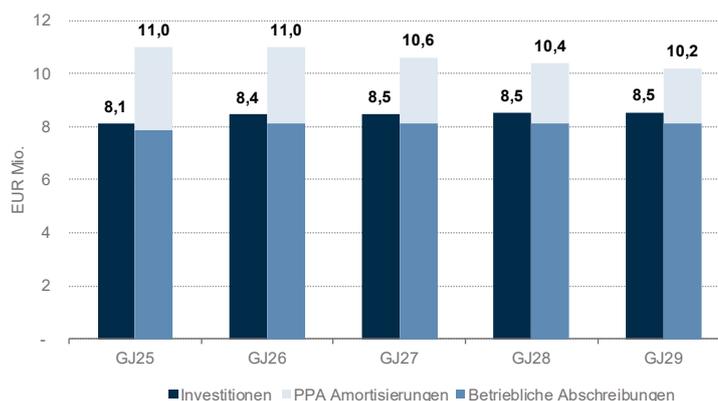


Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

<sup>91</sup> Fehlende Werte für NTT DATA und Wavestone im GJ27 wurden anhand der Margenentwicklung der übrigen Peer-Unternehmen fortentwickelt. Die erwartete dargestellte Entwicklung der Profitabilität der Vergleichsunternehmen ab GJ28 entspricht der Erwartung für das GJ27.

- 403 Das Anlagevermögen soll im Planungszeitraum von EUR 35,8 Mio. im GJ24 auf EUR 24,7 Mio. im GJ29 zurückgehen. Wesentlicher Treiber sind hierbei die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen.
- 404 Die sonstigen immateriellen Vermögenswerte umfassen im Wesentlichen Konzessionen, Schutzrechte und Lizenzen in Höhe von EUR 1,2 Mio. im GJ24.
- 405 Die Nutzungsrechte in Höhe von EUR 14,3 Mio. im GJ24 resultieren vor allem aus Leasingverhältnissen für Bürogebäude, Fahrzeuge sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung.
- 406 Sowohl die nicht immateriellen Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen als auch die Nutzungsrechte sind über den Planungszeitraum konstant angenommen. Hintergrund ist, dass die SNP-Gruppe im Planungszeitraum keine Neuanmietungen unterstellt, sondern eine jährlich rollierende Verlängerung bestehender Verträge vorsieht.
- 407 Das Sachanlagevermögen soll von EUR 4,4 Mio. im GJ24 auf EUR 5,9 Mio. im GJ29 steigen. Das Sachanlagevermögen der SNP-Gruppe besteht im Wesentlichen aus Betriebs- und Geschäftsausstattung und enthält in geringem Umfang Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte. Die Entwicklung des Sachanlagevermögens ist im Verhältnis zur Umsatzentwicklung geplant.
- 408 Nachfolgende Abbildung zeigt die Investitionen und Abschreibungen der SNP-Konzern im Zeitraum GJ25-29.

**Abbildung 31: SNP-Gruppe – Investitionen und Abschreibungen**



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

#### 4.4.4.3.2 Investitionen

- 409 Die Investitionen der SNP-Gruppe sollen von EUR 8,1 Mio. im GJ25 auf EUR 8,5 Mio. im GJ29 leicht ansteigen, entsprechend einer Investitionsquote von 2,9% im GJ25 und 2,3% im GJ29. Die Investitionen beziehen sich mit einem Volumen von jährlich EUR 5,3 Mio. größtenteils auf Erneuerungen von Nutzungsrechten, während EUR 2,1 Mio. im GJ24 und 2,5 Mio. im GJ29 auf Investitionen in Sachanlagen entfallen. Für sonstige immaterielle Vermögenswerte sind jährlich konstante Reinvestitionen in Höhe von EUR 0,7 Mio. geplant.

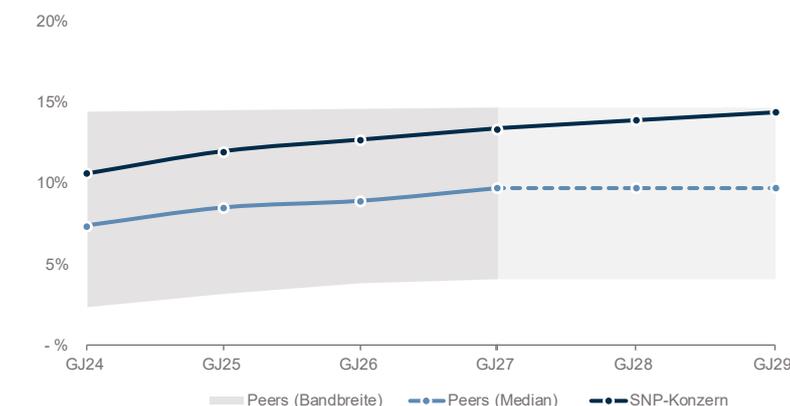
#### 4.4.4.3.3 Abschreibungen

- 410 Die Abschreibungen und Amortisierungen belaufen sich im GJ25 auf EUR 11,0 Mio. und sollen im Verlauf der Planungsrechnung auf EUR 10,2 Mio. im GJ29 zurückgehen. Hierbei entfallen im GJ29 EUR 2,1 Mio. auf Amortisierungen aus Kaufpreisallokationen. Die verbleibenden EUR 8,1 Mio. resultieren aus der Abschreibung von Sachanlagen (EUR 2,1 Mio.), den Nutzungsrechten (EUR 5,3 Mio.) sowie der Amortisierung der sonstigen immateriellen Vermögenswerte (EUR 0,7 Mio.).
- 411 Die Abschreibungen ohne Berücksichtigung der Amortisierungen aus Kaufpreisallokationen liegen im GJ25 etwa auf dem Niveau der geplanten Investitionen. Zum Ende des Planungszeitraums sollen die Investitionen die Abschreibungen leicht übersteigen, was aus einer geplanten leicht erhöhten Investitionstätigkeit beim Sachanlagevermögen resultiert.

## EBIT

- 412 Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) soll analog zur positiven Entwicklung des EBITDA von EUR 27,1 Mio. im GJ24 auf EUR 53,9 Mio. im GJ29 ansteigen.
- 413 Die EBIT-Marge wurde im Rahmen eines Peer Group -Vergleich analysiert, um ihre Position im Wettbewerbsumfeld zu bewerten. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBIT-Marge des SNP-Konzerns im Vergleich zu den Konsensschätzungen der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-39.

**Abbildung 32: Peer-Vergleich – EBIT-Marge<sup>92</sup>**



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

- 414 Im Planungszeitraum GJ25 bis GJ29 liegt die EBIT-Marge des SNP-Konzerns konstant über dem Median der Vergleichsgruppe und bewegt sich im oberen Bereich der Bandbreite. Mit einem prognostizierten Wert von 14,4 % im GJ29 nähert sich die EBIT-Marge des SNP-Konzerns der oberen Grenze der Vergleichsbandbreite an. Die geplanten Werte des SNP-Konzerns liegen somit nicht nur innerhalb einer plausiblen Bandbreite, sondern unterstreichen auch die Wettbewerbsstärke des Unternehmens.

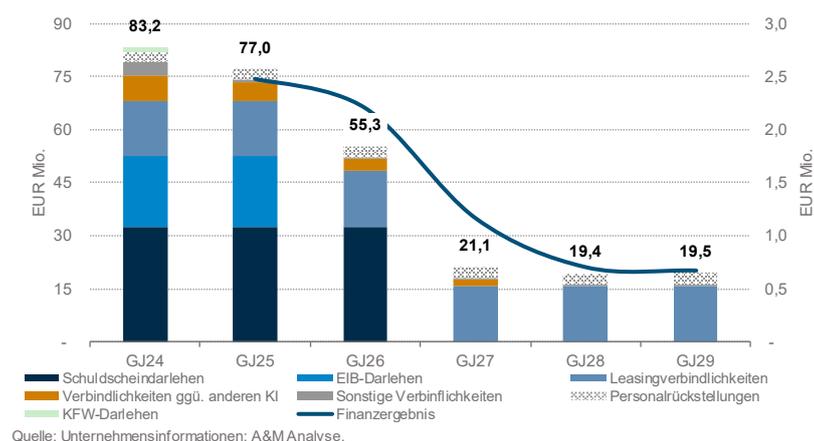
## Finanzergebnis und Netto-Finanzverbindlichkeiten

- 415 Das Finanzergebnis im Planungszeitraum umfasst ausschließlich Finanzaufwand und beträgt im GJ24 EUR 3,3 Mio., welcher sich im Verlauf des Planungszeitraums auf EUR 0.7 Mio. im GJ29 verbessern soll.
- 416 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Netto-Finanzverbindlichkeiten sowie den daraus resultierenden Finanzaufwand der SNP-Gruppe im Zeitraum GJ24-29.

<sup>92</sup>

Fehlende Werte für Wavestone im GJ27 wurden anhand der Margenentwicklung der übrigen Peer-Unternehmen fortentwickelt. Die erwartete dargestellte Entwicklung der Profitabilität der Vergleichsunternehmen ab GJ28 entspricht der Erwartung für das GJ27.

Abbildung 33: SNP-Gruppe – Netto-Finanzverbindlichkeiten und Finanzergebnis



- 417 Der Finanzaufwand resultiert aus der Verzinsung der folgenden Fremdkapitalinstrumente sowie den dazugehörigen Zinssätzen:
- Schulscheindarlehen, variable verzinst mit 6-Monats-Euribor zzgl. 1,5% p.a.,
  - KfW-Darlehen, fest verzinst mit 2,0% p.a.,
  - Darlehen der Europäischen Investitionsbank, fest verzinst mit 1,1% p.a.,
  - Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditinstituten, die in der Vergangenheit zur Refinanzierung von Schulscheindarlehen aufgenommen wurden, fest verzinst mit 4,8% p.a.,
  - Leasingverbindlichkeiten, fest verzinst mit 3,8% p.a.,
  - Personalrückstellungen, fest verzinst mit ~2,0% p.a.
- 418 Der geplante Rückgang des Finanzaufwands resultiert aus der vertragsmäßigen Tilgung der Fremdkapitalinstrumente, ausgenommen Leasingverbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen.
- 419 Die Schulscheindarlehen summieren sich im GJ24 auf EUR 32,5 Mio. und sollen in voller Höhe im GJ27 getilgt werden.
- 420 Das Darlehen der Europäischen Investitionsbank, welches im GJ24 EUR 20,0 Mio. beträgt, soll in voller Höhe im GJ26 getilgt werden.
- 421 Das KfW-Darlehen wird jährlich um EUR 2,5 Mio. getilgt. Die im GJ24 verbleibenden EUR 1,25 Mio. sollen im darauffolgenden GJ25 in voller Höhe zum 30. Juni getilgt werden.
- 422 Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditinstitute betragen im GJ24 rund EUR 7,0 Mio. und werden jährlich um EUR 1,75 Mio. getilgt. Die Rückzahlung der letzten Rate soll im GJ28 erfolgen.
- 423 Die Leasingverbindlichkeiten betragen im GJ24 EUR 15,8 Mio. und sind analog zu den Nutzungsrechten auf der Aktivseite im Planungszeitraum kontant fortgeschrieben.
- 424 Die Personalrückstellungen sollen von EUR 2,8 Mio. im GJ24 auf EUR 3,2 Mio. im GJ29 wachsen, aufgrund des geplanten Anstiegs der darin enthaltenen Jubiläumsrückstellungen.
- 425 Ausgehend von einem Finanzaufwand von EUR 3,3 Mio. im GJ24 wird in Folge der geplanten Entwicklung der Netto-Finanzverbindlichkeiten bis zum GJ29 ein Rückgang auf EUR 0,7 Mio. erwartet. Der Finanzaufwand im GJ29 umfasst im Wesentlichen EUR 0,6 Mio. für Zinsaufwendungen aus Leasingverbindlichkeiten, sowie EUR 0,1 Mio. für Zinsaufwendungen aus Personalrückstellungen.

## EBT, Ertragssteuern und Konzernperiodenergebnisse

- 426 Das Ergebnis vor Ertragssteuern („**EBT**“) soll von EUR 25,3 Mio. im GJ24 auf EUR 53,2 Mio. im GJ29 steigen. Das Wachstum ist im Wesentlichen auf die positive Entwicklung des EBITDA sowie leicht abnehmende Amortisierungen auf die immateriellen Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen und den Rückgang des Finanzaufwands zurückzuführen.
- 427 Die Ertragssteuern werden auf Basis des EBTs, bereinigt um Amortisierungen aus Kaufpreisallokationen, ermittelt. Sie betragen im GJ24 5,2 Mio. und sollen analog zur positiven operativen Entwicklung im Planungszeitraum auf EUR 15,6 Mio. im GJ29 steigen. Die Ertragssteuern basieren auf einem effektiven Konzernsteuersatz auf das um Amortisierungen aus Kaufpreisallokationen bereinigte EBT. Es wird erwartet, dass der gewichtete Konzernsteuersatz von 26,7% im GJ25 auf 28,2% im GJ29 ansteigt. Dies liegt vor allem daran, dass Länder mit eher niedrigen Steuersätzen (v.a. Schweiz, Österreich) ihren Anteil am EBT reduzieren, während das EBT-Gewicht von Ländern mit eher hohen Steuersätzen (v.a. USA, Brasilien und Chile) zunehmen soll.
- 428 Basierend auf dem EBT sowie den Ertragssteuern plant die SNP-Gruppe mit einem Konzernperiodenergebnis, welches von EUR 20,1 Mio. im GJ24 auf 37,6 Mio. im GJ29 steigen soll.
- 429 Im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung und des geplanten EBT haben wir eine vertiefte Analyse der in der Planungsrechnung verwendeten Wechselkurse vorgenommen. Für das GJ25 ist vorgesehen, dass 42,9% des EBT in Fremdwährungen erzielt werden. Im Zuge der fortschreitenden Internationalisierung des operativen Geschäfts soll dieser Anteil bis zum GJ29 auf 46,1% steigen.
- 430 Ab dem GJ25 unterstellt die Planungsrechnung konstante Wechselkurse für alle Fremdwährungen. Wir haben die daraus resultierenden EBT-Beiträge der Nicht-Euro-Länder in Euro mit denjenigen Zahlungsströmen verglichen, die sich ergeben würden, wenn man die geplanten lokalen Zahlungsflüsse alternativ auf Basis der Kaufkraftparität bzw. von Forward Rates umrechnet.
- 431 Das Ergebnis dieser Plausibilisierung zeigt, dass die in der Planungsrechnung verwendeten konstanten Wechselkurse im Vergleich zu einer Umrechnung der EBT auf Basis der Kaufkraftparität oder von Forward Rates nicht zu signifikant abweichenden Ergebnissen führen. Über den Planungszeitraum fällt die geplante EBT dabei leicht höher aus als bei einer Umrechnung des lokalen EBT auf Basis der soeben beschriebenen Alternativ-Methode.

## Nettoumlaufvermögen und sonstige Bilanzpositionen

- 432 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens der SNP-Gruppe im Zeitraum GJ25-29.

**Tabelle 12: SNP-Gruppe – Nettoumlaufvermögen**

EUR Mio.	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29
Forderungen aLuL	88,9	96,8	104,6	113,0	122,0	131,7
Verbindlichkeiten aLuL	(8,9)	(9,6)	(10,3)	(11,2)	(12,0)	(13,0)
<b>Trade Working Capital</b>	<b>80,0</b>	<b>87,3</b>	<b>94,3</b>	<b>101,8</b>	<b>109,9</b>	<b>118,7</b>
<b>ΔTrade Working Capital</b>		<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>
<i>TWC in % der Umsatzerlöse</i>	31,4%	31,7%	31,7%	31,7%	31,7%	31,7%
<i>Debitorenlaufzeit (DSO)</i>	127,3	128,5	128,5	128,5	128,5	128,5
<i>Kreditorenlaufzeit (DPO)</i>	30,2	29,0	28,8	28,9	29,4	29,7

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 433 Das Nettoumlaufvermögen der SNP-Gruppe umfasst im Wesentlichen Forderungen aus Lieferung und Leistung sowie Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung.
- 434 Die Forderungen aus Lieferung und Leistung sollen im Rahmen der Ausweitung des operativen Geschäfts von EUR 88,9 Mio. im GJ24 auf EUR 131,7 Mio. im GJ29 ansteigen, entsprechend einer minimalen Verbesserung der Debitorenlaufzeit („**DSO**“) von 127 Tagen im GJ24 auf 129 Tage im GJ29.

- 435 Die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung sollen von EUR 8,9 Mio. im GJ24 auf EUR 13,0 Mio. im GJ29 ansteigen, entsprechend einer Kreditorenlaufzeit („DPO“) von 30 Tagen im GJ24 und zwischen 29 und 30 Tagen im Planungszeitraum.
- 436 Die operative Kasse wurde im Planungszeitraum mit durchschnittlich 15,6% der Umsätze angenommen und soll sich von EUR 65,0 Mio. im GJ25 auf EUR 45 Mio. im GJ29 verringern.
- 437 Die sonstigen Bilanzpositionen umfassen im Wesentlichen Vertragsvermögenswerte und -Verbindlichkeiten sowie sonstige mitarbeiterbezogene Verbindlichkeiten wie Bonusrückstellungen. Die Vertragsvermögenswerte und -Verbindlichkeiten sollen im Planungszeitraum proportional zum Umsatzwachstum steigen. Die mitarbeiterbezogenen Verbindlichkeiten sollen in Abhängigkeit der Mitarbeiteranzahl wachsen.

### **Abschließende Würdigung**

- 438 Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.
- 439 Unsere Analyse zeigt, dass die SNP-Gruppe bei der Planung der Umsatzerlöse von angemessenen Wachstumsraten ausging, die im Einklang zu den aktuellen Marktprognosen stehen. Im Vergleich zu den prognostizierten Wachstumsraten und EBITDA-Margen der Peer-Unternehmen liegt die SNP-Gruppe im Planungszeitraum am oberen Ende der Bandbreite. Diese Positionierung resultiert vor allem aus der klaren strategischen Ausrichtung der SNP-Gruppe auf den Bereich der Datenmigration im Zuge von S/4HANA-Transformationen – einem wachstums- und margenstarken Marktsegment. Die Peer-Unternehmen hingegen verfolgen in der Regel ein breiter diversifiziertes Geschäftsmodell, das neben S/4HANA-bezogenen Dienstleistungen auch weniger margenstarke bzw. weniger etablierte Geschäftsfelder umfasst. Daher ist die Unternehmensplanung der SNP-Gruppe – insbesondere im Hinblick auf Margen- und Wachstumsannahmen – im Vergleich zu den breiter aufgestellten Peer-Unternehmen als eher optimistisch zu bewerten. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass sich das EBIT im Detailplanungshorizont mit einer jährlichen Wachstumsrate von 13,3% nahezu verdoppeln soll.
- 440 Insgesamt betrachtet stellt die Unternehmensplanung das erwartete Szenario für die Geschäftsentwicklung der SNP-Gruppe in den GJ25-29 dar. Die Margenentwicklung zum Ende des Planungszeitraums (GJ28-29) ist im Hinblick auf das Margenniveau zu Beginn des Planungszeitraums und auch auf die prognostizierte Profitabilität der Peer-Unternehmen als realistisch einzustufen.

#### 4.4.5 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

##### 4.4.5.1 Nachhaltiges Ergebnis

- 441 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts der SNP-Gruppe muss der Planungshorizont um den Zeitraum der sog. „Ewigen Rente“ ergänzt werden. Die Ewige Rente („**Terminal Value**“ bzw. „**TV**“) spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Planjahr wider. Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem sog. „eingeschwungenen“ Zustand befindet.
- 442 Der eingeschwungene Zustand stellt ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse, EBITDA-Marge sowie Investitionen und Abschreibungen dar. Ebenso bewegen sich das Nettoumlaufvermögen, das Finanzergebnis und die Unternehmenssteuern zum Eintritt in die Ewige Rente auf einem nachhaltigen Niveau. Aus diesen Bestandteilen lassen sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse ableiten.
- 443 Alle Ergebnis-Komponenten wachsen im Zeitraum der Ewigen Rente mit einer einheitlichen Wachstumsrate („**nachhaltiges Wachstum**“ bzw. „**Wachstumsabschlag**“). Zur Ableitung des Wachstumsabschlags verweisen wir auf Abschnitt 4.4.10.
- 444 Das Jahr der Ewigen Rente repräsentiert die künftige Ertragskraft der SNP-Gruppe über den gesamten Zeitraum der Ewigen Rente. Da unter anderem aufgrund von Zyklizität (vor allem im Bereich der S/4HANA-Migrationen) das letzte Jahr des Detailplanungshorizonts (GJ29) keinen eingeschwungenen Zustand darstellt, wurde der Detailplanungshorizont von der Bewertungsgutachterin um eine Übergangsphase (sog. „**Konvergenzphase**“) erweitert. Im vorliegenden Fall entspricht die Konvergenzphase einem Zeitraum von zwölf Jahren (GJ30 bis GJ41). Darauf basierend wird die Geschäftsentwicklung der GJ42ff. im TV-Jahr GJ42 verdichtet.
- 445 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Ertragslage des SNP-Konzerns ausgehend vom letzten Jahr des Detailplanungshorizonts (GJ29) über die Konvergenzphase hin zum Zeitraum der Ewigen Rente. Aus Darstellungsgründen werden die GJ31 bis GJ40 ausgeblendet.

**Tabelle 13: SNP-Konzern- Nachhaltiges Ergebnis**

EUR Mio.	Plan GJ29	Trans GJ30	// //	Trans GJ41	TV GJ42ff.
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>374,1</b>	<b>400,0</b>	//	<b>506,7</b>	<b>511,7</b>
<i>Wachstum in %</i>	<i>8,0%</i>	<i>6,9%</i>	//	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>
Materialaufw and	(32,1)	(34,3)	//	(43,0)	(43,5)
Personalaufw and	(230,3)	(245,6)	//	(315,8)	(319,0)
Sonstige betriebliche Ertäge	3,7	4,0	//	5,1	5,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(51,4)	(55,3)	//	(71,8)	(72,6)
<b>EBITDA</b>	<b>64,1</b>	<b>68,9</b>	//	<b>81,1</b>	<b>81,9</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,2%</i>	//	<i>16,0%</i>	<i>16,0%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

##### Nachhaltiges Umsatzniveau

- 446 Innerhalb der Konvergenzphase wird von einer schrittweisen Reduktion der Umsatzerlös-Wachstumsraten auf die der Ewigen Rente ausgegangen. Die Entwicklung der Umsatzerlöse basiert auf spezifischen Annahmen bzgl. der wesentlichen Umsatztreiber (weiterhin positives, aber abnehmendes Wachstum im Bereich ECC-zu-S/4HANA-Transformation; Materialisierung der Investitionen in neue bzw. junge Produktkategorien und Dienstleistungen, wie z.B. die Plattformlösung Kyano; neues/ zusätzliches Geschäft aus Archivierungs- und Stilllegungslösungen sowie Subskriptionsmodellen, wie z.B. Monitoring-Services). Insgesamt ergibt sich ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse i.H.v. EUR 511,7 Mio. Dies entspricht einem nachhaltigen Wachstum i.H.v. 1,0% (vgl. Abschnitt 4.4.10) gegenüber dem letzten Jahr der Konvergenzphase.

##### Nachhaltige EBITDA-Marge

- 447 Für die GJ30 bis GJ32 der Konvergenzphase wird zunächst ein – gemessen am letzten Jahr des Detailplanungshorizontes – vergleichbares durchschnittliches Profitabilitätsniveau erwartet. Im Anschluss wird von einer linearen Reduktion der EBITDA-Marge um 0,5pp pro

Jahr bis GJ34 und einer konstanten EBITDA-Marge im Anschluss ausgegangen. Entsprechend beträgt die nachhaltige EBITDA-Marge 16,0% und wird erwartungsgemäß bereits im GJ34 erreicht.

448 Die Bewertungsgutachterin hat spezifische Annahmen in Bezug auf den zunehmenden Fachkräftemangel sowie die Notwendigkeit für zyklizitäts-bedingte Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen berücksichtigt.

449 Insgesamt halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin zur Bestimmung des nachhaltigen Ergebnisses vor dem Hintergrund der Marktdynamik und -zyklizität sowie der Profitabilitätserwartungen der Peer Group für sachgerecht und angemessen. Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen/ Amortisierung

450 Nachfolgende Tabelle zeigt die Investitionen und Abschreibungen bzw. Amortisierung des SNP-Konzerns ausgehend vom letzten Jahr des Detailplanungshorizonts über die Konvergenzphase hin zum Zeitraum der Ewigen Rente. Aus Darstellungsgründen werden die GJ31 bis GJ40 ausgeblendet.

**Tabelle 14: SNP-Konzern – Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen/Amortisierung**

<b>EUR Mio.</b>	<b>Plan GJ29</b>	<b>Trans GJ30</b>	<b>//</b>	<b>Trans GJ41</b>	<b>TV GJ42ff.</b>
Investitionen Immaterielle Vermögenswerte	0,7	0,7	//	1,0	1,0
Investitionen Sachanlagen	2,5	3,0	//	3,8	3,8
Investitionen Nutzungsrechte	5,3	5,7	//	7,3	7,4
<b>Investitionen</b>	<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>//</b>	<b>12,1</b>	<b>12,2</b>
Abschreibungen	(7,4)	(8,3)	//	(10,9)	(11,0)
Amortisierungen	(0,7)	(0,7)	//	(0,9)	(1,0)
<b><i>in % der Umsatzerlöse</i></b>					
Investitionen Immaterielle Vermögenswerte	0,2%	0,2%	//	0,2%	0,2%
Investitionen Sachanlagen	0,7%	0,8%	//	0,8%	0,8%
Investitionen Nutzungsrechte	1,4%	1,4%	//	1,4%	1,4%
Abschreibungen	(2,0%)	(2,1%)	//	(2,2%)	(2,2%)
Amortisierungen	(0,2%)	(0,2%)	//	(0,2%)	(0,2%)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

451 Im Rahmen der Ertragswertermittlung wird ein Going Concern-Szenario mit einer unendlichen Laufzeit unterstellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass nicht-PPA-bezogene immaterielle Vermögensgegenstände, Sachanlagen und Nutzungsrechte eine begrenzte Lebensdauer aufweisen und in regelmäßigen Abständen erneuert werden müssen.

452 Die Bewertungsgutachterin hat mit Beginn der Konvergenzphase die folgenden Investitionsquoten angesetzt und diese im Zeitraum der Ewigen Rente konstant gehalten, wobei die angewandten Investitionsquoten jeweils dem Durchschnitt der Investitionsquoten aus dem Detailplanungshorizont entsprechen:

- 0,2% der Umsatzerlöse für nicht-PPA-bezogene immaterielle Vermögensgegenstände,
- 1,4% der Umsatzerlöse für Nutzungsrechte.

453 Die Amortisierung bzw. Abschreibungen für nicht-PPA-bezogene immaterielle Vermögensgegenstände bzw. Nutzungsrechte in der Konvergenzphase ergeben sich aus den – unter Berücksichtigung der jährlichen Umsatzerlös-Wachstumsraten – fortentwickelten Abschreibungen aus dem letzten Planjahr des Detailplanungshorizonts. Dies impliziert eine konstante Buchwertentwicklung der entsprechenden Bilanzpositionen in der Konvergenzphase und der Ewigen Rente.

454 PPA-bezogene immaterielle Vermögensgegenstände werden in der Konvergenzphase vollständig abgeschrieben und erfordern in der Ewigen Rente keine weiteren Investitionen.

455 Hinsichtlich Investitionen und Abschreibungen in Bezug auf Sachanlagen hat die Bewertungsgutachterin folgende Annahmen getroffen:

- Investitionen in Höhe von 0,75% der Umsatzerlöse (entspricht dem durchschnittlichen Investitionsniveau bezogen auf die Umsatzerlöse im Detailplanungshorizont) für den Zeitraum GJ30 bis GJ39;

- Gradueßer Anstieg des Buchwertes des Sachanlagenvermögens um die Wachstumsrate der Umsatzerlöse. Dies führt in Verbindung mit den beschriebenen Investitionsquoten zu einer Annäherung von Investitionen und Abschreibungen bis zum GJ39;
- Die Investitionen entsprechen den Abschreibungen im GJ40, wobei die Abschreibungen im GJ40 mit der Wachstumsrate der Umsatzerlöse ansteigen;
- Für die folgenden Jahre der Konvergenzphase und der Ewigen Rente werden Abschreibungen und Buchwert der Sachanlagen mit der Umsatzwachstumsrate fortgeschrieben. Die Investitionen ergeben sich entsprechend aus dem Buchwert der Sachanlagen zu Periodenbeginn, den Abschreibungen in der jeweiligen Periode sowie dem Buchwert der Sachanlagen zum Ende der jeweiligen Periode.

456 In der Ewigen Rente liegen die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Investitionen (Investitionsquote i.H.v. 2,4% in Summe für nicht-PPA-bezogene immaterielle Vermögensgegenstände, Sachanlagen und Nutzungsrechte) über der Summe aus Abschreibungen und Amortisierung (Abschreibungs- bzw. Amortisierungsquote i.H.v. 2,3%), sodass ein Unternehmenswachstum gewährleistet ist. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

### Nachhaltiges Finanzergebnis und Netto-Finanzverbindlichkeiten

457 Per GJ29 beinhalten die Finanzverbindlichkeiten lediglich Pensionsrückstellungen sowie Leasingverbindlichkeiten und sonstige Finanzverbindlichkeiten. Auf Basis konstanter Buchwertfortschreibung sowie konstanter Zinssätze entspricht der Zinsaufwand des letzten Jahres des Detailplanungshorizontes (GJ29) dem der Konvergenzphase und des Zeitraumes der Ewigen Rente.

458 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung von Finanzverbindlichkeiten und Zinsaufwand des SNP-Konzerns ausgehend vom letzten Jahr des Detailplanungshorizontes (GJ29) über die Konvergenzphase hin zum Zeitraum der Ewigen Rente. Aus Darstellungsgründen werden die GJ31 bis GJ40 ausgeblendet.

**Tabelle 15: SNP-Konzern – Finanzielle Verbindlichkeiten und Zinsaufwand**

EUR Mio.	Plan GJ29	Trans GJ30	// //	Trans GJ41	TV GJ42ff.
<b>Finanzielle Verbindlichkeiten</b>	<b>19,5</b>	<b>19,5</b>	<b>//</b>	<b>19,7</b>	<b>19,9</b>
Pensionsrückstellungen	3,2	3,2	//	3,2	3,2
Leasingverbindlichkeiten	15,8	15,8	//	15,9	16,1
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	0,6	0,6	//	0,6	0,6
<b>Zinsaufwand</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>//</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,7)</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

459 Weiterhin unterstellt die Bewertungsgutachterin einen Ertrag aus der Verzinsung des operativen Kassenbestandes ab GJ30 unter Berücksichtigung eines fixen Zinssatzes von 2,0%.

### Nachhaltiges EBT, Ertragssteuern und Konzernperiodenergebnisse

460 Ausgehend vom EBITDA ergibt sich nach Abzug der Abschreibungen und des Finanzergebnisses das EBT. Die effektive, unter Berücksichtigung lokaler Steuersätze ermittelte Steuerquote in der Konvergenzphase und dem Zeitraum der Ewigen Rente beträgt 28,2%. Der Zeitwert steuerlich nutzbarer Verlustvorträge wird als Sonderwert separat ermittelt.

461 Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

462 Ausgehend von der oben beschriebenen Entwicklung steigt das Konzernperiodenergebnis von EUR 37,6 Mio. im letzten Jahr des Detailplanungshorizontes (GJ29) auf ein nachhaltiges Niveau in Höhe von EUR 51,0 Mio. an.

463 Nachfolgende Tabelle fasst die Entwicklung vom EBITDA bis zum Konzernperiodenergebnis ausgehend vom letzten Jahr des Detailplanungshorizontes über die Konvergenzphase hin zum Zeitraum der Ewigen Rente zusammen. Aus Darstellungsgründen werden die GJ31 bis GJ40 ausgeblendet.

**Tabelle 16: SNP-Konzern – Nachhaltiges Konzernperiodenergebnis**

EUR Mio.	Plan GJ29	Trans GJ30	// //	Trans GJ41	TV GJ42ff.
<b>EBITDA</b>	<b>64,1</b>	<b>68,9</b>	//	<b>81,1</b>	<b>81,9</b>
Abschreibungen	(10,2)	(11,1)	//	(11,9)	(12,0)
<b>EBIT</b>	<b>53,9</b>	<b>57,8</b>	//	<b>69,2</b>	<b>69,9</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,4%</i>	//	<i>13,7%</i>	<i>13,7%</i>
Finanzergebnis	(0,7)	0,2	//	1,0	1,0
<b>EBT</b>	<b>53,2</b>	<b>58,0</b>	//	<b>70,2</b>	<b>70,9</b>
Ertragsteuern	(15,6)	(16,9)	//	(19,8)	(20,0)
<b>Konzernperiodenergebnis</b>	<b>37,6</b>	<b>41,1</b>	//	<b>50,4</b>	<b>51,0</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

### Nachhaltiges Nettoumlaufvermögen und sonstige Bilanzpositionen

464 Das durchschnittliche Zahlungsziel gegenüber Kunden sowie die durchschnittliche Kreditorenlaufzeit werden auf Basis des letzten Jahres des Detailplanungshorizontes (GJ29) für die Konvergenzphase sowie den Zeitraum der Ewigen Rente fortgeschrieben. Entsprechend orientiert sich die Entwicklung des TWC an der Entwicklung der Umsatzerlöse bzw. Materialaufwendungen und das absolute TWC steigt graduell an.

465 Nachfolgende Tabelle fasst die Entwicklung des TWC ausgehend vom letzten Jahr des Detailplanungshorizonts über die Konvergenzphase hin zum Zeitraum der Ewigen Rente zusammen. Aus Darstellungsgründen werden die GJ31 bis GJ40 ausgeblendet.

**Tabelle 17: SNP-Konzern – Nachhaltiges TWC**

EUR Mio.	Plan GJ29	Trans GJ30	// //	Trans GJ41	TV GJ42ff.
Forderungen aLuL	131,7	140,8	//	178,4	180,2
Verbindlichkeiten aLuL	(13,0)	(13,9)	//	(17,2)	(17,4)
<b>Trade Working Capital</b>	<b>118,7</b>	<b>127,0</b>	//	<b>161,2</b>	<b>162,8</b>
<b>ΔTrade Working Capital</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	//	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<i>TWC in % der Umsatzerlöse</i>	<i>31,7%</i>	<i>31,7%</i>	//	<i>31,8%</i>	<i>31,8%</i>
<i>Debitorenlaufzeit (DSO)</i>	<i>128,5</i>	<i>128,5</i>	//	<i>128,5</i>	<i>128,5</i>
<i>Kreditorenlaufzeit (DPO)</i>	<i>29,7</i>	<i>29,7</i>	//	<i>29,7</i>	<i>29,7</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

466 Das Verhältnis des operativen Kassenbestandes im Verhältnis zu den Umsatzerlösen in Höhe von 12,0% im GJ29 wird von der Bewertungsgutachterin zunächst auf 14,0% im GJ30 und abschließend auf 16,7% ab GJ31 bis in den Zeitraum der ewigen Rente angehoben. Dies impliziert einen nachhaltigen operativ notwendigen Kassenbestand in Höhe von zwei Monatsumsätzen des jeweiligen Jahres.

467 Vertragsvermögenswerte und – verbindlichkeiten, sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte/ Verbindlichkeiten sowie sonstige Rückstellungen werden proportional zur Entwicklung der Umsatzerlöse fortgeschrieben.

#### 4.4.5.2 Nettoeinnahmen

468 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse bzw. Nettoeinnahmen im Detailplanungshorizont GJ25-29, der Konvergenzphase GJ30-41 und der Ewigen Rente zusammen. Aus Darstellungsgründen werden die GJ31 bis GJ40 ausgeblendet.

**Tabelle 18: SNP-Gruppe – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse**

EUR Mio.	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Trans GJ30	// //	Trans GJ41	TV GJ42ff.
<b>Konzernperiodenergebnis</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>29,5</b>	<b>33,5</b>	<b>37,6</b>	<b>41,1</b>	//	<b>50,4</b>	<b>51,0</b>
Ausschüttung	4,7	11,2	3,1	15,1	16,9	18,5	//	22,7	22,9
(Wachstums-)Thesaurierung	16,8	13,8	26,4	5,2	9,1	16,6	//	2,0	2,1
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	13,3	11,6	6,0	//	25,7	26,0
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>21,9%</i>	<i>44,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	//	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	//	-	6,2
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(1,2)	(3,0)	(0,8)	(4,0)	(4,5)	(4,9)	//	(6,0)	(6,0)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	//	-	(0,8)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	(1,7)	(1,5)	(0,8)	//	(3,4)	(3,4)
<b>Nettoeinnahmen</b>	<b>3,5</b>	<b>8,3</b>	<b>2,3</b>	<b>22,6</b>	<b>22,5</b>	<b>18,8</b>	//	<b>39,0</b>	<b>38,6</b>

Quelle: A&M Analyse.

- 469 Die Bewertungsgutachterin hat über den gesamten Zeitraum des Detailplanungshorizont, der Konvergenzphase sowie der Ewigen Rente eine maximale Ausschüttungsquote von 45,0% bezogen auf das Konzernperiodenergebnis angenommen. Dies entspricht einer Konzernperiodenergebnis-Thesaurierung zur Finanzierung des Unternehmenswachstums von 55,0%. In den GJ25-27 beträgt die Ausschüttungsquote liquiditätsbedingt zwischen 10,6% (GJ27) und 44,9% (GJ26).
- 470 Die festgelegte Ausschüttungsquote i.H.v. 45,0% wird von der Bewertungsgutachterin aus der Peer Group abgeleitet, liegt innerhalb der in der Fachliteratur empfohlenen Bandbreiten und wird auch in der Rechtsprechung anerkannt.
- 471 Die Wachstumsthesaurierung in der Ewigen Rente bildet ab, dass das Wachstum der GuV-Posten und des Nettovermögens i.H.v. 1,0% finanziert werden muss.
- 472 Beim Wertbeitrag aus Thesaurierung handelt es sich um eine fiktive Zurechnung der einbehaltenen Gewinne bzw. um eine wertneutrale Wiederanlage der Ergebnisse vor persönlichen Einkommensteuern.
- 473 Von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern allgemein anerkannt. Daher sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren.<sup>93</sup>
- 474 In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW in Bezug auf die Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner ist die Bewertungsgutachterin grundsätzlich von der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ausgegangen.<sup>94</sup> Gemäß dem seit 2009 in Deutschland geltenden Abgeltungssteuersystem sind die Ausschüttungen mit dem Steuersatz i.H.v. 26,38%<sup>95</sup> zu besteuern. Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde der hälftige Steuersatz (13,19%) veranschlagt. Ebenso wurden die Kursgewinne in der Ewigen Rente mit dem hälftigen Steuersatz besteuert. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

<sup>93</sup> IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 43.

<sup>94</sup> IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 31, 46.

<sup>95</sup> Abgeltungssteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag.

#### 4.4.6 Kapitalisierungszinssatz

- 475 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 476 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelten (die sog. Risikozuschlagsmethode).<sup>96</sup> Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 477 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Markttrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 478 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 479 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern als Summe aus dem um persönliche Ertragsteuern gekürzten risikofreien Basiszinssatz und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die sich aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Markttrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird:

$$r_{EK, nSt} = r_f * (1 - T) + \beta * MRP_{nSt}$$

- mit  $r_{EK, nSt}$  – Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern,  
 $r_f$  – risikofreier Basiszinssatz,  
 $T$  – typisierter Steuersatz,  
 $\beta$  – unternehmensspezifischer Betafaktor,  
 $MRP_{nSt}$  – Markttrisikoprämie nach Steuern.

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

<sup>96</sup> Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

#### 4.4.7 Basiszinssatz

- 482 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung erfolgt anhand der Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sichereren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.
- 483 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 484 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 485 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte gerundet.
- 486 Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen 3-Monats Zeitraum zum 2. Mai 2025 geglättet. Der errechnete gerundete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin 3,00% vor Steuern und 2,21% nach persönlichen Einkommensteuern.
- 487 Wir haben die Ableitung des barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen.
- 488 Wir halten den von der Bewertungsgutachterin angesetzten risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 3,00% vor persönlichen Ertragsteuern und 2,21% nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht und angemessen.

#### 4.4.8 Marktrisikoprämie

##### Die Empfehlung des FAUB

- 489 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.
- 490 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.
- 491 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00% bis 8,00% anzuheben (*Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).
- 492 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg*

gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreite der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt und seit dem nicht angepasst.

#### Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

493 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin die Marktrisikoprämie vor resp. nach persönlichen Steuern i.H.v. 7,0% resp. 5,75% festgelegt. Diese entspricht jeweils dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite vor resp. nach Steuern, welcher in den meisten Fällen bei den Bewertungen im Rahmen der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird.

#### 4.4.9 Betafaktor

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

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

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

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

496 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.

497 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindexes als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.

498 Im Folgenden gehen wir auf die Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors der SNP SE und des Peer Group-Betafaktors ein.

499 Die empirisch gewonnenen Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen die sog. verschuldeten („levered“) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko, das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten („unlevered“) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet.

Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.

#### Unternehmenseigener Betafaktor

- 500 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.
- 501 Die effiziente Verarbeitung der kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen der SNP SE wurde durch folgende Ereignisse deutlich und dauerhaft beeinträchtigt:
- (i) die Ankündigung der Übernahmeabsicht der Octapharma AG,
  - (ii) die Ankündigung der Übernahmeabsicht von Carlyle/Succession.
- 502 Vor dem Hintergrund der verzerrenden Einflüsse der Erwerbsangebotsankündigungen auf den Börsenkurs der SNP SE gehen wir davon aus, dass der Börsenkurs der Gesellschaft das operative Geschäft in mehreren Zeiträumen nicht korrekt reflektiert hat.
- 503 Der Vollständigkeit halber haben wir den unternehmenseigenen Betafaktor zum 21. Januar 2025, dem Tag vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme, analysiert. Unsere Analysen zeigen, dass der unternehmenseigene Betafaktor im 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) statistisch nicht signifikant und negativ ist. Dieses Ergebnis ist für SNP aus ökonomischer Sicht nicht plausibel. Der unternehmenseigene Betafaktor im 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte) beträgt durchschnittlich 0,86 und ist statistisch signifikant, wird aber – wie oben erwähnt - anhand von verzerrten Daten ermittelt.
- 504 Aus diesem Grund halten wir für sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin von der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der SNP SE abgesehen hat.

#### Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsgruppe

- 505 Da im vorliegenden Fall der eigene Betafaktor der SNP SE nicht zur Anwendung kommen konnte, wurde er anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der Fachliteratur anerkannt.<sup>97</sup> Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 4.2.5 erläutert.
- 506 Im Rahmen der Beta-Analyse wurde die Aktienkursentwicklung der ausgewählten Peer-Unternehmen untersucht, um potenzielle Verzerrungen durch Übernahmeangebote oder strukturverändernde Ereignisse zu identifizieren. Die Unternehmen DATAGROUP SE und Nagarro SE wurden in diesem Zusammenhang ausgeschlossen.
- 507 DATAGROUP wurde ausgeschlossen, da im Jahr 2025 ein Übernahmeangebot durch KKR abgegeben wurde. Nagarro wurde nicht einbezogen, da sich die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2025 aufgrund von Prüfungsproblemen des Wirtschaftsprüfers verzögert. Diese betreffen insbesondere frühere Umsatzrealisierungen sowie Kaufpreisallokationen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen.
- 508 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte) analysiert. Da sowohl die SNP als auch die Peer Group-Unternehmen überwiegend global tätig sind, haben wir neben einer lokalen Perspektive auch eine globale Sichtweise eingenommen. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:
- S&P Global BMI sowie
  - der jeweils breiteste lokale Aktienindex.

<sup>97</sup> IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

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

**Tabelle 19: Unverschuldete Betafaktoren der Vergleichsunternehmen**

Peer-	Land	R <sup>2</sup> Global		R <sup>2</sup> Lokal		Beta Global		Beta Lokal		Ø
		5J	2J	5J	2J	5J	2J	5J	2J	
adesso	DE	21,9%	11,3%	28,0%	16,4%	1,39	0,89	1,22	0,98	1,12
All for One	DE	20,0%	7,8%	26,5%	11,0%	0,72	0,49	0,65	0,53	0,60
Allgeier	DE	17,0%	2,1%	17,0%	8,5%	1,11	Insig.	0,88	0,53	0,84
Bechtle	DE	18,4%	3,6%	28,2%	22,9%	0,93	Insig.	0,89	0,82	0,88
Cancom	DE	22,0%	9,9%	29,6%	15,8%	1,24	0,55	1,11	0,63	0,88
NTT DATA	JP	29,1%	21,1%	26,0%	41,3%	0,91	0,82	0,88	0,86	0,87
Reply	IT	32,6%	25,6%	13,3%	34,1%	1,17	0,97	0,54	0,93	0,90
Sopra Steria	FR	18,7%	13,9%	33,4%	33,3%	0,75	0,69	0,78	0,94	0,79
Wavestone	FR	19,5%	11,3%	31,8%	16,0%	0,91	0,81	0,92	0,84	0,87
<b>Mittelwert</b>		<b>22,1%</b>	<b>11,8%</b>	<b>26,0%</b>	<b>22,1%</b>	<b>1,01</b>	<b>0,75</b>	<b>0,87</b>	<b>0,78</b>	<b>0,86</b>
<b>Median</b>		<b>20,0%</b>	<b>11,3%</b>	<b>28,0%</b>	<b>16,4%</b>	<b>0,93</b>	<b>0,81</b>	<b>0,88</b>	<b>0,84</b>	<b>0,87</b>

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

510 Wie aus Tabelle 19 hervorgeht, bewegen sich die durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen in einer Bandbreite von 0,75 bis 1,01, die Medianwerte liegen zwischen 0,81 und 0,93.

511 Die Bewertungsgutachterin hat im Sinne der Minderheitsaktionäre einen unverschuldeten Betafaktor von 0,85 angesetzt. Da dieser Wert am unteren Rand der von uns ermittelten Bandbreiten liegt, halten wir ihn für angemessen.

#### 4.4.10 Wachstumsabschlag

512 Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert zum einen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage und zum anderen organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten (inflationsbedingtes Wachstum). Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet.

513 Für die Phase der Ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt (inflationsbedingtes Wachstum). Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

514 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben.

515 Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0% angesetzt.

516 Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0%, wobei in der Vergangenheit in Deutschland die tatsächliche durchschnittliche Inflationsrate zumeist (mit Ausnahme der Jahre seit 2021) unterhalb dieses Niveaus ausfiel. Aktuell liegt die Inflationsrate leicht oberhalb dieses Inflationsziels von 2,0%.

517 Zur Prüfung des von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlags haben wir Prognosen von Bankanalysten des Internationalen Währungsfonds, die Inflationserwartung aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitet sowie die

aktuellen Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone einbezogen. In der Gesamtschau ergaben sich Inflationserwartungen ab dem GJ29 bei rund 2,0%.

518 Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin<sup>98</sup> beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45% bis 50% der durchschnittlichen allgemeinen Preissteigerungsrate.

519 Vor dem Hintergrund der durchgeführten Analysen erachten wir den Wachstumsabschlag von 1,0% für angemessen.

#### 4.4.11 Ermittlung der Kapitalkosten

520 Die nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der Kapitalkosten des SNP-Konzerns für den Detailplanungszeitraum, die Konvergenzphase sowie den Zeitraum der Ewigen Rente auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

**Tabelle 20: SNP-Konzern – Kapitalisierungszinssatz**

	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Trans GJ30	//	Trans GJ41	TV GJ42ff.
Basiszinssatz vor pers. ESt	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	//	3,00%	3,00%
Pers. ESt-Satz (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	//	26,38%	26,38%
<b>Basiszinssatz nach pers. ESt</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,21%</b>	<b>2,21%</b>	//	<b>2,21%</b>	<b>2,21%</b>
<b>Marktrisikoprämie nach pers. ESt</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	//	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>
Beta-Faktor unverschuldet	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	//	0,85	0,85
Verschuldungsgrad BOP (D/E)	20,9%	18,0%	12,2%	4,3%	3,9%	3,8%	//	3,2%	3,2%
Steuersatz	26,7%	27,4%	27,8%	28,0%	28,2%	28,2%	//	28,2%	28,2%
<b>Beta-Faktor verschuldet</b>	<b>1,03</b>	<b>1,00</b>	<b>0,95</b>	<b>0,89</b>	<b>0,88</b>	<b>0,88</b>	//	<b>0,88</b>	<b>0,88</b>
<b>KapZins vor Wachstumsabschlag</b>	<b>8,12%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,30%</b>	<b>7,28%</b>	<b>7,28%</b>	//	<b>7,25%</b>	<b>7,25%</b>
Wachstumsabschlag									(1,0%)
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>8,12%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,69%</b>	<b>7,30%</b>	<b>7,28%</b>	<b>7,28%</b>	//	<b>7,25%</b>	<b>6,25%</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Abkürzungen: Pers. ESt = Persönliche Ertragsteuer; SolZ = Solidaritätszuschlag; BOP = Periodenbeginn; KapZins = Kapitalisierungszinssatz.

#### 4.4.12 Unternehmensbewertung

##### Ertragswertermittlung

521 Nachfolgende Tabelle fasst die Ertragswertberechnung basierend auf den zuvor beschriebenen Nettoeinnahmen und Kapitalkosten des SNP-Konzerns zusammen.

**Tabelle 21: SNP-Konzern – Ableitung des Ertragswerts**

EUR Mio.	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Trans GJ30	//	Trans GJ41	TV GJ42ff.
<b>Konzernperiodenergebnis</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>29,5</b>	<b>33,5</b>	<b>37,6</b>	<b>41,1</b>	//	<b>50,4</b>	<b>51,0</b>
Ausschüttung	4,7	11,2	3,1	15,1	16,9	18,5	//	22,7	22,9
(Wachstums-)Thesaurierung	16,8	13,8	26,4	5,2	9,1	16,6	//	2,0	2,1
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	13,3	11,6	6,0	//	25,7	26,0
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>21,9%</i>	<i>44,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	//	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	//	-	6,2
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(1,2)	(3,0)	(0,8)	(4,0)	(4,5)	(4,9)	//	(6,0)	(6,0)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	//	-	(0,8)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	(1,7)	(1,5)	(0,8)	//	(3,4)	(3,4)
<b>Nettoeinnahmen</b>	<b>3,5</b>	<b>8,3</b>	<b>2,3</b>	<b>22,6</b>	<b>22,5</b>	<b>18,8</b>	//	<b>39,0</b>	<b>38,6</b>
Kapitalisierungszinssatz	8,12%	7,98%	7,69%	7,30%	7,28%	7,28%	//	7,25%	6,25%
Diskontierungsfaktor	1,000	0,925	0,857	0,795	0,741	0,644	//	0,298	4,773
<b>Ertragswert</b>	<b>398,6</b>	<b>427,5</b>	<b>453,3</b>	<b>498,8</b>	<b>512,6</b>	<b>531,0</b>	//	<b>618</b>	
<b>Ertragswert zum 31.12.24</b>	<b>398,6</b>								

Quelle: A&M Analyse.

<sup>98</sup> Vgl. Widmann/Schieszl/Jeromin, FB 2003 S. 809.

522 Nach unserer Analyse ergibt sich zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 ein Ertragswert von EUR 398,6 Mio. vor der Berücksichtigung von Minderheitsanteilen bzw. Sonderwerten.

### Sonderwerte

523 Auf Basis des IDW S 1 sind Vermögensteile, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, getrennt zu bewerten. Weiterhin sind sämtliche Vermögenswerte anzusetzen, deren Wertbeiträge in der Planung nicht angemessen reflektiert sind.

524 Nachfolgende Tabelle zeigt den Unternehmenswert der SNP SE unter Berücksichtigung von Sonderwerten und den daraus resultierenden Wert je Aktie.

**Tabelle 22: SNP SE – Unternehmenswert**

EUR Mio.	31.12.24	30.06.25
<b>Ertragswert</b>	<b>398,6</b>	<b>414,3</b>
(-) Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte	2,1	2,2
(-) Ergebnisanteil der Minderheiten	(2,0)	(2,1)
(+) Sonderwert: Verlustvortrag	6,2	6,5
(+) Sonderwert: Steuerliches Einlagekonto	0,5	0,5
<b>Sonderwerte gesamt</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>
<b>Unternehmenswert</b>	<b>405,4</b>	<b>421,4</b>
Anzahl der Aktien im Umlauf (Mio.)		7,3
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>		<b>57,82</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

525 Nach Hinzurechnung der Sonderwerte und Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag 30. Juni 2025 ergibt sich ein Unternehmenswert der SNP von EUR 421,4 Mio. Unter Berücksichtigung der Anzahl der Aktien im Umlauf von 7.289.020 lässt sich ein Wert von EUR 57,82 je Aktie ableiten. Nachfolgend gehen wir auf die Bestimmung der Sonderwerte im Einzelnen ein.

### Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte

Zu den Vermögenswerten der SNP zählt eine Sammlung von rund 150 Kunstobjekten. Da diese nicht dem operativen Geschäft zuzurechnen ist, wird diese Kunstsammlung im Rahmen der Unternehmensbewertung als separater Sonderwert berücksichtigt. Der Sammlung wird dabei ein Gesamtwert von etwa EUR 0,9 Mio. zugemessen. Darüber hinaus wurden im ersten Planjahr nicht zahlungswirksame Aufwendungen aus Währungseffekten, die in der Gewinn- und Verlustrechnung enthalten sind, im Bewertungskontext als zusätzlicher Sonderwert in Höhe von EUR 1,3 Mio. angesetzt.

### Minderheitsanteile

526 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts der SNP ist der auf Basis des Konzernperiodenergebnisses errechnete Ertragswert um die Minderheitsanteile zu kürzen. Die Bewertungsgutachterin hat die Minderheitsanteile durch Diskontierung der den Konzernminderheiten zurechenbaren Ergebnisse bestimmt. Die abzuziehenden Minderheitsanteile betragen demnach EUR 2,1 Mio. zum Bewertungsstichtag.

### Steuerliche Verlustvträge

Der erwartete Nutzen aus zukünftig nutzbaren steuerlichen Verlustvträgen in verschiedenen Ländern – darunter in den USA, Singapur, China, Deutschland, Australien, Argentinien, Japan, Kolumbien, Dubai, Mexiko, Malaysia und Südafrika – wurde im Rahmen der Bewertung als Sonderwert einbezogen. Zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 beläuft sich das kumulierte Volumen dieser Verlustvträge auf EUR 30,7 Mio. Insgesamt ergibt sich

aus den steuerlichen Verlustvorträge ein positiver Sonderwert in Höhe von EUR 6,5 Mio. zum Bewertungsstichtag.

#### *Steuerliches Einlagekonto*

- 527 Das steuerliche Einlagekonto der SNP SE beträgt zum Dez24 hochgerechnet EUR 27,8 Mio. Die Bewertungsgutachterin hat den Wertbeitrag des steuerlichen Einlagekontos im Rahmen der Unternehmensbewertung als Sonderwert berücksichtigt. Der Sonderwert beläuft sich auf EUR 0,5 Mio. zum Bewertungsstichtag.

### **4.5 Plausibilisierungen**

#### **4.5.1 Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren**

- 528 Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren können gemäß IDW S 1 vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt.
- 529 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Plausibilisierung haben wir elf börsennotierte Vergleichsunternehmen einbezogen, deren Geschäftstätigkeit einen Schwerpunkt auf ERP-Systeme oder SAP-bezogene Beratungs- bzw. Migrationsdienstleistungen hat und somit ein ähnliches Geschäftsmodell wie das des SNP-Konzerns vorliegt (siehe Abschnitt 4.2.5).
- 530 Der von uns abgeleitete Gesamtunternehmenswert der Vergleichsunternehmen wird aus der Summe der Marktkapitalisierung nach Anpassungen<sup>99</sup> und der Finanzverbindlichkeiten berechnet. Die von uns herangezogenen EBIT-Werte der Vergleichsunternehmen beruhen auf Informationen von S&P Capital IQ für die GJ25 und GJ26.<sup>100</sup> Dabei handelt es sich bereits um bereinigte Werte, die nicht wiederkehrende und außergewöhnliche Effekte ausschließen. Den auf diese Weise ermittelten Multiplikator haben wir auf das EBIT des SNP-Konzerns für die GJ25 und GJ26 angewendet.
- 531 Nachfolgende Tabelle stellt die EV/EBIT-Börsenmultiplikatoren der Vergleichsunternehmen für die GJ25 und GJ26 dar:

<sup>99</sup> Die Marktkapitalisierung beruht auf den Durchschnittskursen der letzten 20 Handelstage ausgehend vom 2. Mai 2025. Die Durchschnittsbildung soll kurzfristige Verzerrungen zu diesem Tag eliminieren. Die Anpassungen der Marktkapitalisierung beziehen sich auf i) den Einbezug der (nicht in der Marktkapitalisierung, aber im EBIT) enthaltenen Minderheitenanteile, ii) den Ausschluss der nicht vollkonsolidierten Beteiligungen (diese stellen keine EBIT-Größe dar), sowie iii) Normalisierungen in Bezug auf steuerliche Verlustvorträge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen (bzw. Schulden).

<sup>100</sup> EBIT wurde als Bezugsgröße gewählt, da Unterschiede zwischen den Unternehmen in Bezug auf Leasing und Aktivierung von Entwicklungskosten auf diese Kennzahl keinen Einfluss haben.

Tabelle 23: SNP-Konzern – Börsenmultiplikatoren

Peer- Unternehmen	Land	Einheit	Gesamtunternehmenswert (EV)				EV/EBIT	
			MktKap	Anp.	FinVerb	EV	FY25E	FY26F
adesso	DE	EUR Mio.	608	(7)	347	948	18,8x	14,2x
All for One	DE	EUR Mio.	249	(0)	119	368	11,2x	9,5x
Allgeier	DE	EUR Mio.	226	68	187	481	15,8x	13,3x
Bechtle	DE	EUR Mio.	4.433	7	824	5.264	15,1x	13,7x
Cancom	DE	EUR Mio.	797	(20)	219	997	17,8x	13,8x
DATAGROUP	DE	EUR Mio.	390	-	221	611	12,2x	10,9x
Nagarro	DE	EUR Mio.	872	-	340	1.212	11,1x	10,0x
NTT DATA	JP	JPY k Mrd.	3.681	2.055	2.817	8.554	20,5x	18,5x
Reply	IT	EUR Mio.	5.511	12	273	5.796	15,7x	14,4x
Sopra Steria	FR	EUR Mio.	3.347	(50)	1.435	4.732	9,1x	8,6x
Wavestone	FR	EUR Mio.	1.110	2	148	1.260	10,4x	9,6x
<b>Mittelwert</b>							<b>14,3x</b>	<b>12,4x</b>
<b>Median</b>							<b>15,1x</b>	<b>13,3x</b>
<b>Festgelegter Multiplikator</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>15,5x</b>	<b>13,5x</b>
						<b>Untergrenze</b>	<b>14,5x</b>	<b>12,5x</b>
% Median						<i>Obergrenze</i>	103%	102%
						<i>Untergrenze</i>	96%	94%
EBIT (EUR Mio.)							33,0	37,7
<b>Gesamtunternehmenswert vor Sonderwerten (EUR Mio.)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>511,5</b>	<b>509,2</b>
						<b>Untergrenze</b>	<b>478,5</b>	<b>471,5</b>
(-) Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte							2,2	2,2
(-) Ergebnisanteil der Minderheiten							(2,1)	(2,1)
(+ ) Sonderwert: Verlustvortrag							6,5	6,5
(+ ) Sonderwert: Steuerliches Einlagekonto							0,5	0,5
<b>Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>518,6</b>	<b>516,3</b>
						<b>Untergrenze</b>	<b>485,6</b>	<b>478,6</b>
(-) Finanzverbindlichkeiten (EUR Mio.)							(68,1)	(68,1)
<b>Wertbandbreite Unternehmenswert (EUR Mio.)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>450,6</b>	<b>448,3</b>
						<b>Untergrenze</b>	<b>417,6</b>	<b>410,5</b>
<b>Wertbandbreite pro Aktie (EUR)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>61,81</b>	<b>61,50</b>
						<b>Untergrenze</b>	<b>57,29</b>	<b>56,32</b>

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

Abkürzungen: MktKap = Marktkapitalisierung; Anp. = Anpassungen; FinVerb = Finanzverbindlichkeiten; EV = Gesamtunternehmenswert.

Aus den EV/EBIT-Multiplikatoren für GJ25 und GJ26 der Vergleichsunternehmen ergibt sich ein Medianwert von jeweils 13,3x und 15,1x. Ausgehend vom Medianwert haben wir eine Multiplikatoren-Bandbreite festgelegt. Die Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert vor Sonderwerten resultiert aus der Multiplikation der festgelegten Multiplikatoren-Bandbreite mit dem EBIT des SNP-Konzerns für GJ25 und GJ26.

- 532 Nach Hinzurechnung der Sonderwerte (siehe Abschnitt 4.4.12), Abzug der Netto-Finanzverbindlichkeiten<sup>101</sup> und Rundung ergibt sich die Wertbandbreite des Eigenkapitals i.H.v. rd. EUR 418-451 Mio. (entspricht EUR 57-62 pro Aktie) im GJ25 bzw. EUR 411-448 Mio. (entspricht EUR 56-62 pro Aktie) im GJ26 auf Grundlage des EV/EBIT-Multiplikators.
- 533 Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass der ermittelte Unternehmenswert i.H.v. EUR 421,4 Mio. (EUR 57,82 pro Aktie) innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt.

#### 4.5.2 Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

- 534 Bei der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren haben wir aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind. Der Analysezeitraum umfasst die letzten sechs Jahre vor dem Bewertungsstichtag.
- 535 Insgesamt haben wir sieben vergleichbare Transaktionen identifiziert und daraus – in Analogie zu den Börsenmultiplikatoren – EV/EBIT-Multiplikatoren abgeleitet. Eine Kurzbeschreibung der

<sup>101</sup> Die Netto-Finanzverbindlichkeiten beinhalten mit EUR 83,2 Mio. verzinsliche Verbindlichkeiten (inkl. Verbindlichkeiten aus Leasing), Kaufpreisverbindlichkeiten i.H.v. EUR 14,8 Mio. sowie überschüssige Liquidität (EUR 30,0 Mio.).

Vergleichstransaktionen ist Anhang A&M-002 zu entnehmen. Die Wertableitung über Transaktionsmultiplikatoren ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

**Tabelle 24: SNP-Konzern – Transaktionsmultiplikatoren**

Datum Ank.	Zielunternehmen	Land	Erwerber	Transaktionsdetails				Fort.
				Übern. Anteile	Impl. EV (€m)	EBIT (€m)	EV/ EBIT	EV/ EBIT
23.12.24	SNP SE	DE	Carlyle Beratungs GmbH	78%	484	27	17,6x	16,5x
29.05.24	Micropole S.A.	FR	Talan SAS	100%	109	5	20,8x	19,1x
27.02.24	Perficient, Inc.	US	EQT Private Capital	100%	2.533	122	20,8x	18,4x
21.03.23	Ordina N.V.	NL	Sopra Steria Group SA	93%	553	34	16,1x	14,6x
11.03.22	Umanis SA	FR	CGI France SAS	71%	352	20	17,5x	12,9x
28.07.21	Datavard AG	DE	SNP SE	100%	30	1	29,6x	18,7x
11.03.19	Acando AB	SE	CGI Inc.	77%	414	25	16,5x	16,3x
<b>Mittelwert</b>							<b>19,9x</b>	<b>16,6x</b>
<b>Median</b>							<b>17,6x</b>	<b>16,5x</b>
<b>Festgelegter Multiplikator</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>17,5x</b>	
						<b>Untergrenze</b>	<b>15,5x</b>	
% Median						Obergrenze	106%	
						Untergrenze	94%	
EBIT LTM (EUR Mio.) <sup>1</sup>							30,6	
<b>Gesamtunternehmenswert vor Sonderwerten (EUR Mio.)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>535,8</b>	
						<b>Untergrenze</b>	<b>474,6</b>	
(-) Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte							2,2	
(-) Ergebnisanteil der Minderheiten							(2,1)	
(+) Sonderwert: Verlustvortrag							6,5	
(+) Sonderwert: Steuerliches Einlagekonto							0,5	
<b>Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>542,9</b>	
						<b>Untergrenze</b>	<b>481,7</b>	
(-) Finanzverbindlichkeiten (EUR Mio.)							(68,1)	
<b>Wertbandbreite Unternehmenswert (EUR Mio.)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>474,9</b>	
						<b>Untergrenze</b>	<b>413,6</b>	
<b>Wertbandbreite pro Aktie (EUR)</b>						<b>Obergrenze</b>	<b>65,15</b>	
						<b>Untergrenze</b>	<b>56,75</b>	

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

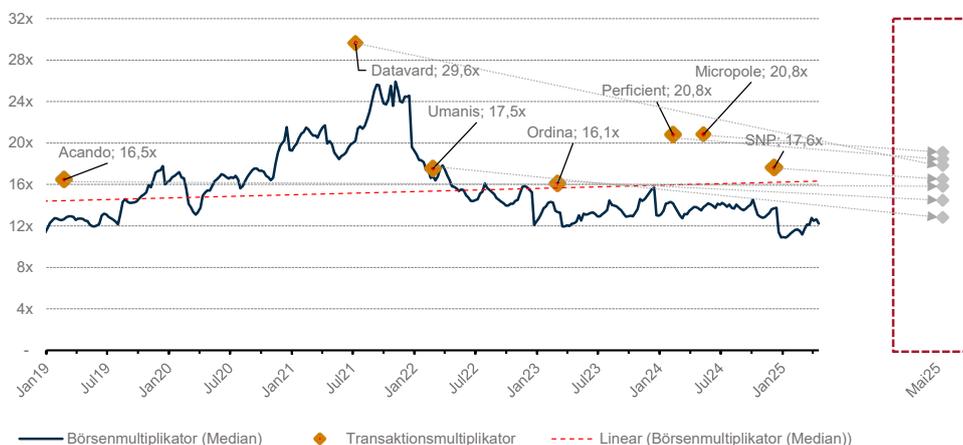
(<sup>1</sup>) Anmerkung: Das SNP EBIT LTM wurde berechnet auf Grundlage des bereinigten EBITs im GJ24, abzüglich des Ergebnisses des Q124 und zuzüglich des Ergebnisses des Q125.

Abkürzungen: Ank. = Ankündigung; Übern. Anteile = Übernommene Anteile; Impl. EV = Impliziter Gesamtunternehmenswert; Fort. = Fortschreibung.

536

Da die vergleichbaren Transaktionen zu verschiedenen Zeitpunkten und Marktbedingungen durchgeführt wurden, haben wir die Multiplikatoren der Transaktionen auf Basis der Entwicklung des Median EV/EBIT-Multiplikators der Vergleichsunternehmen zwischen dem Zeitpunkt der entsprechenden Transaktion und dem Bewertungsstichtag fortgeschrieben, wie in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.

**Abbildung 34: Fortschreibung der Transaktionsmultiplikatoren**



- 537 Anschließend haben wir eine Multiplikatoren-Bandbreite ausgehend vom Mittelwert und Median der sieben Vergleichstransaktionen festgelegt (15,5-17,5x). Unter Berücksichtigung der Sonderwerte und Finanzverbindlichkeiten<sup>102</sup> ergibt sich eine Wertbandbreite für das Eigenkapital zwischen rund EUR 414-475 Mio. Dies entspricht einer Wertbandbreite zwischen EUR 57-65 pro Aktie.
- 538 Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert i.H.v. EUR 421,4 Mio. (EUR 57,82 pro Aktie) liegt somit am unteren Ende der Wertbandbreite basierend auf den EV/EBIT-Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen.

---

<sup>102</sup> Die Netto-Finanzverbindlichkeiten beinhalten mit EUR 83,2 Mio. verzinsliche Verbindlichkeiten (inkl. Verbindlichkeiten aus Leasingsachverhalten), Kaufpreisverbindlichkeiten i.H.v. EUR 14,8 Mio sowie überschüssige Liquidität (EUR 30,0 Mio.).

#### 4.6 Angemessenheit der festgelegten Abfindung

539 Der durch die Bewertungsgutachterin ermittelte Wert des Eigenkapitals für SNP stellt sich zum 30. Juni 2025 wie folgt dar:

##### Unternehmenswert und Wert je Aktie

540 Die Bewertungsgutachterin hat basierend auf einem Ertragswert unter Berücksichtigung von Sonderwerten einen Unternehmenswert i.H.v. EUR 421,4 Mio. zum 30. Juni 2025 ermittelt. Daraus ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie von EUR 57,82. Die Ableitung des Unternehmenswerts und des Werts je Aktie sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

**Tabelle 25: Unternehmenswert und Wert je Aktie**

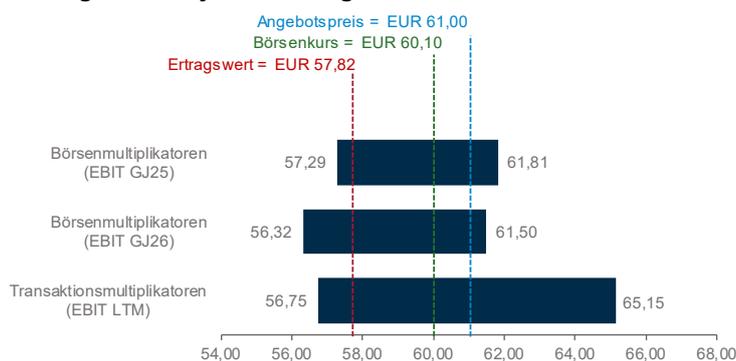
EUR Mio.	30.06.25
<b>Ertragswert</b>	<b>414,3</b>
(+) Sonderwerte gesamt	7,1
<b>Unternehmenswert</b>	<b>421,4</b>
Anzahl der Aktien im Umlauf (Mio.)	7,3
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>57,82</b>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

##### Vergleichende Übersicht

541 In der nachfolgenden Abbildung haben wir den umsatzgewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 21. Januar 2025, den ermittelten Ertragswert, die Ergebnisse der Plausibilisierung mit Börsenmultiplikatoren sowie den Angebotspreis vom 23. Dezember 2024 gegenübergestellt:

**Abbildung 35: Wert je Aktie – Ergebnisübersicht**



Source: A&M Analysis.

542 Die durch die Geschäftsführung der Succession festgelegte Abfindung beläuft sich auf EUR 61,00 pro Aktie. Dieser Betrag entspricht dem Erwerbsangebot vom 23. Dezember 2024 und übersteigt sowohl den Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 21. Januar 2025 i.H.v. EUR 60,10 als auch den ermittelten Unternehmenswert der SNP i.H.v. EUR 57,82 je Aktie. Ferner liegt der Betrag von EUR 61,00 pro Aktie entweder am oberen Rand oder in der Mitte der mit Multiplikatorenverfahren geschätzten Wertbandbreite der SNP.

543 Unsere Analysen zeigen, dass eine Abfindung i.H.v. EUR 61,00 pro Aktie eine angemessene Abfindung im Sinne des § 305 Abs. 1 AktG darstellt.

#### 4.7 Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung

- 544 Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss den außenstehenden Aktionären bei Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags ein angemessener Ausgleich angeboten werden.
- 545 Gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese Ausgleichszahlung stellt einen festen Ausgleich dar.

##### 4.7.1 Überprüfung der Ermittlung des Verrentungszinssatzes

- 546 Die Ausgleichszahlung wird i.d.R. durch Verrentung des Ertragswertes ermittelt. Der anzuwendende Verrentungszins hat im Wesentlichen zwei Risiken abzubilden, die die in der Tochtergesellschaft verbleibenden außenstehenden Aktionäre tragen:
- (i) das Insolvenzrisiko der Muttergesellschaft und
  - (ii) das Risiko der „Auszehrung“ der Tochtergesellschaft durch nachteilige Maßnahmen der Muttergesellschaft bis zur Kündigung des Unternehmensvertrags.
- 547 Zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes für den angemessenen Ausgleich sind die konkrete Ausgestaltung des Unternehmensvertrags, die Handlungsmöglichkeiten beider Vertragsparteien während seiner Laufzeit und die möglichen Verhältnisse nach einer Beendigung des Unternehmensvertrags zu berücksichtigen.
- 548 In der Praxis der Unternehmensbewertung haben sich zur Ableitung des Verrentungszinssatzes zwei Ansätze etabliert, die auch in der Rechtsprechung anerkannt sind:<sup>103</sup>
- (i) Der Mittelwertansatz. Beim Mittelwertansatz wird der Basiszins um die Hälfte des Risikozuschlags im Ertragswertverfahren erhöht. Mit einem Mischzinssatz wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die festen Ausgleichszahlungen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko unterliegen als die Dividenden eines unabhängigen Unternehmens. Umgekehrt hat aber die Ausgleichszahlung einen höheren Risikogehalt als Erträge aus risikolosen Wertpapieren.
  - (ii) Der Bonitätsansatz (auch Bond-Spread-Ansatz und Credit-Spread-Ansatz). Enthält der Unternehmensvertrag eine Sicherungsklausel, wonach im Fall der Vertragsbeendigung der (damalige) Abfindungsanspruch gemäß § 305 AktG wieder auflebt, besteht für die Aktionäre des Tochterunternehmens ein Schutz gegen die „Auszehrung“ der Tochtergesellschaft durch nachteilige Maßnahmen der Muttergesellschaft. Es verbleibt somit das Bonitätsrisiko der Muttergesellschaft als Schuldnerin der Ausgleichszahlung. Als Ausgangsgröße zur Messung dieses Risikos können Renditevergleiche zwischen Staatsanleihen und Industriefinanzen der Muttergesellschaft oder Credit Default Swaps der Industriefinanz herangezogen werden. Sofern für die Muttergesellschaft ein aussagefähiges Rating verfügbar ist, kann der Bonitätsaufschlag anhand eines Vergleichs der Rendite langfristig laufender Industriefinanzen der entsprechenden Ratingklasse gegenüber laufzeitäquivalenten (risikolosen) Staatsanleihen plausibilisiert werden.
- 549 Der Bonitätsansatz wird primär herangezogen, wenn der Unternehmensvertrag eine Sicherungsklausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots enthält.<sup>104</sup> Im Fall eines Unternehmensvertrags ohne diese Klausel kommt i.d.R. der Mittelwertansatz zur Anwendung.
- 550 Im vorliegenden Fall enthält der BGAV eine Sicherungsklausel. Da für die Succession Bidco kein Fremdkapitalrating verfügbar ist, hat die Bewertungsgutachterin eine indikative Ableitung

<sup>103</sup> Vgl. Popp/Ruthardt: Abschnitt C - Unternehmensbewertung im Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht, in: IDW (Hrsg.): Bewertung und Transaktionsberatung, IDW Verlag, Düsseldorf 2018, Rn. 88 ff; Popp: Zur Berechnung der kapitalisierten Ausgleichszahlung, in: WPg 2018, S. 248 ff.

<sup>104</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21.

eines synthetischen Fremdkapitalratings durchgeführt und eine Analyse der Renditen vergleichbarer Industriefinanzen vorgenommen. Diese Analyse führte zu einem synthetischen Fremdkapitalrating der Succession Bidco von BB- bis BB+, was bei einer Laufzeit von 20-30 Jahren eine Bandbreite der Fremdkapitalkosten von 5,45% bis 6,35% p.a. impliziert.

- 551 Da für die Succession Bidco kein tatsächliches Fremdkapitalrating vorliegt und die Ermittlung eines synthetischen Ratings nur indikativ erfolgen kann, hat die Bewertungsgutachterin ebenfalls den sich unter Anwendung des Mittelwertansatzes ergebenden Verrentungszinssatz untersucht.
- 552 Der aus dem Mittelwertansatz resultierende Verrentungszinssatz (vor Steuern) setzt sich hierbei aus dem Basiszins (vor Steuern) i.H.v. 3,00% sowie der hälftigen barwertäquivalenten Risikoprämie i.H.v. 3,07% (vor Steuern) zusammen und liegt somit, mit 6,07%, am oberen Ende der Bandbreite der sich aus dem synthetischen Rating ergebenden Fremdkapitalkosten vergleichbarer Industriefinanzen. Die Bewertungsgutachterin hat in der Folge den sich aus dem Mittelwertansatz ergebenden Verrentungszinssatz der Ableitung der Ausgleichszahlung zugrunde gelegt.
- 553 Da sich der auf Basis des Mittelwertansatzes ermittelte Verrentungszinssatz am oberen Ende der Bandbreite des auf Basis des Bonitätsansatzes ermittelten Verrentungszinssatzes befindet und die Ausgleichszahlung mit der Höhe des gewählten Verrentungszinssatzes steigt, halten wir die Anwendung des Mittelwertansatzes für angemessen und zum Vorteil der außenstehenden Aktionäre.
- 554 Wir haben die Rechenschritte der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des Verrentungszinssatzes nachvollzogen. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

**Tabelle 26: Ermittlung des Verrentungszinssatzes**

Parameter	Wert
<b>Basiszins (vor Steuern)</b>	<b>3,00%</b>
Barwertäquivalenter Kapitalisierungszinssatz (vor Steuern)	9,13%
<b>Basiszins (vor Steuern)</b>	<b>(3,00%)</b>
Barwertäquivalente Risikoprämie (vor Steuern)	6,13%
<b>Hälftige barwertäquivalente Risikoprämie (vor Steuern)</b>	<b>3,07%</b>
<b>Verrentungszinssatz (vor Steuern)</b>	<b>6,07%</b>

Quelle: A&M Analyse.

- 555 Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin mit eigenen Analysen plausibilisiert und erachten den berücksichtigten Verrentungszinssatz i.H.v. 6,07% für angemessen.

#### 4.7.2 Überprüfung der Ermittlung des festen Ausgleichs

- 556 Da im Fall von SNP ein aussagekräftiger Börsenkurs vorliegt, hat die Bewertungsgutachterin die feste Ausgleichszahlung durch eine Verrentung des sich aus dem Dreimonatsdurchschnittskurs ergebenden Eigenkapitalwert abgeleitet. Da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Succession Bidco und SNP auf unbestimmte Zeit geschlossen und somit eine lange Laufzeit zu erwarten ist, erachten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.
- 557 Dem angemessenen Ausgleich liegen der aktuell gültige Körperschaftsteuersatz und Solidaritätszuschlag zugrunde. In seinem Beschluss vom 21.07.2003, Az. II ZR 17/01, hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als angemessener Ausgleich der verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil pro Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftsteuer i.H. des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist. Somit ist der Ausgleich - entsprechend der Vorgabe des BGH - in eine mit Körperschaftsteuer belastete und eine mit Körperschaftsteuer nicht belastete Komponente aufzuteilen.
- 558 Wir haben die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Ermittlung der Ausgleichszahlung und des Bruttoausgleichs nach den Vorgaben des BGH überprüft und anhand von eigenen Berechnungen nachvollzogen. Die Ergebnisse unserer Prüfungshandlungen sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

**Tabelle 27: Ermittlung der Ausgleichszahlung und des Bruttoausgleichs**

EUR/Aktie			
<b>I. Ermittlung der Ausgleichszahlung</b>			
Unternehmenswert pro Aktie nach pers. Steuern			60,10
Verrentungzinssatz nach pers. Steuern			6,07%
<b>Ausgleichszahlung nach pers. Steuern</b>			<b>3,65</b>
Quelle: A&M Analyse.			
<b>II. Bruttoausgleich und Ausgleichszahlung</b>			
EUR/Aktie	Anteiliger Ausgleich (aus mit deutscher KSt und SolZ belasteten Gewinnen)	Anteiliger Ausgleich (aus nicht mit deutscher KSt und SolZ belasteten Gewinnen)	Gesamt
Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern	26,56	33,54	<b>60,10</b>
Verrentungzinssatz	6,07%	6,07%	<b>6,07%</b>
<b>Nettoausgleichszahlung</b>	<b>1,61</b>	<b>2,03</b>	<b>3,65</b>
KSt/ SolZ	0,30	-	0,30
<b>Bruttoausgleichszahlung</b>	<b>1,91</b>	<b>2,03</b>	<b>3,95</b>
Quelle: A&M Analyse.			

- 559 Die Gesellschaft erwirtschaftet den überwiegenden Teil ihrer finanziellen Überschüsse im Ausland. Insofern unterliegt nur ein Teil des künftigen Gewinns der Besteuerung durch die deutsche Körperschaftssteuer (inkl. SolZ). Der anteilige Ausgleich aus mit deutscher Körperschaftssteuer (inkl. SolZ) belasteten Gewinnen beläuft sich auf rd. EUR 1,91 (brutto) bzw. EUR 1,61 (netto). Der anteilige Ausgleich aus nicht mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen beträgt EUR 2,03 wie aus der obigen Tabelle ersichtlich ist.
- 560 Beim derzeit gültigen Körperschaftsteuersatz von 15,00% und Solidaritätszuschlag von 5,5% hat die Bewertungsgutachterin eine Ausgleichszahlung i.H.v. EUR 3,65 vor persönlichen Steuern errechnet. Der Bruttoausgleich beträgt laut Berechnungen der Bewertungsgutachterin EUR 3,95.

#### 4.7.3 Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung

- 561 Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG (Bruttogewinnanteil pro Aktie) beläuft sich auf EUR 3,95 abzüglich einer von SNP zu entrichtenden Körperschaftsteuer. Der Betrag der jeweils zu entrichtenden Körperschaftsteuer ist unter Berücksichtigung des für das betreffende Geschäftsjahr gültigen Körperschaftsteuersatzes zu bestimmen. Beim derzeit geltenden Körperschaftsteuersatz von 15,00% und Solidaritätszuschlag von 5,5% beträgt die körperschaftsteuerliche Belastung pro Aktie EUR 0,30 und die Ausgleichszahlung vor persönlichen Steuern liegt bei EUR 3,65 pro Aktie. Wir haben die Überlegungen der Bewertungsgutachterin zur angemessenen Ausgleichszahlung nachvollzogen und halten die abgeleiteten Werte für zutreffend.

#### 4.8 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

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

- Die Bewertungsgutachterin hielt den Börsenkurs für eine geeignete Methode zur Bestimmung der Barabfindung gemäß § 305 AktG sowie des Ausgleichs gemäß § 304 AktG. Aufgrund unserer Analysen kamen wir zu dem Schluss, dass nicht alle Restzweifel hinsichtlich der alleinigen Orientierung am Börsenkurs vor dem Hintergrund der aktuellen Rechtsprechung vollumfänglich ausgeräumt werden können und somit vielmehr eine Analogie zur Vorgehensweise bei Isra Vision geboten ist. Demzufolge war eine vollumfängliche Ableitung des Ertragswertes notwendig; dessen Höhe wiederum die Maßgeblichkeit des Börsenkurses hinreichend gestützt hat;
- Das Geschäftsmodell der SNP-Gruppe ist auf die digitale Transformation von IT-Landschaften im SAP-Umfeld fokussiert, insbesondere auf Transformationsprojekte im Kontext von S/4HANA-Migrationen. Bei Vollzug der meisten Transformationen ist das Geschäftsvolumen abflachend. Ob und wann das S/4HANA-Umfeld durch neue Lösungen seitens SAP ersetzt wird, ist mit dem jetzigen Informationsstand nur bedingt beurteilbar. Die Bewertungsgutachterin hat die Verknüpfung des Geschäftsvolumens der SNP-Gruppe mit dem Lebenszyklus von S/4HANA mit der Einführung der Konvergenzphase berücksichtigt. Wir halten diese Vorgehensweise für angemessen;
- Die unterstellte Entwicklung der Umsatzerlöse und der Ergebnisse gemäß dem Business Plan ist für den gesamten Zeitraum als angemessen zu beurteilen. Sowohl die Wachstumsraten der Umsatzerlöse als auch die Profitabilität liegen oberhalb der entsprechenden Kennziffern der Vergleichsunternehmen. In der jüngsten Vergangenheit hat die SNP-Gruppe sich jedoch besser als die Vergleichsunternehmen entwickelt. Ob und inwieweit diese Entwicklung auch für das gesamte GJ25 anhält, hängt gemäß den Aussagen des Vorstands im Wesentlichen von der Gewinnung überdurchschnittlich großer Projekte in Q3 und Q4 ab. Da die Realisierung solcher Projekte zum Zeitpunkt der Finalisierung dieses Prüfberichts aussagegemäß nicht erkennbar ist und die ökonomischen Rahmenbedingungen zu einer erhöhten Unsicherheit beitragen, liegen aktuell keine Indikationen vor, um die erst am 8. Mai vom Vorstand gegenüber dem Kapitalmarkt bestätigte Prognose als nicht angemessen zu beurteilen.

Unabhängig davon möchten wir jedoch betonen, dass die von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Bewertungsparameter die aufgezeigten Schwierigkeiten bei der Prüfung angemessen berücksichtigen.

#### Divergierende Auffassungen

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

## 5 ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG

564 Als vom Gericht bestellter Vertragsprüfer haben wir den Beherrschungsvertrag zwischen der Succession German Bidco GmbH, München und der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg, sowie die Angemessenheit der vorgesehenen Abfindung und des vorgesehenen Ausgleichs gemäß § 293b AktG geprüft.

565 Wir haben formell geprüft, ob der Vertrag den gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalt eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nach der Definition in § 291 Abs. 1 AktG enthält.

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

567 „Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtgemäßen Prüfung gemäß § 293b AktG auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie den uns gegebenen Auskünften können wir bestätigen, dass der vorliegende Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag die gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalte eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags auf Grund der in diesem Bericht dargestellten Vertragsklauseln erfüllt.

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg, je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft EUR 61,00 erhalten, angemessen i.S. des § 305 AktG.

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen ein Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg, in Höhe von EUR 3,65 netto je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft für jedes volle Geschäftsjahr angemessen i.S. des § 304 AktG.

Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nach der sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Brutto-Betrag von EUR 3,95 je ausstehender Stückaktie der SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg, abzüglich Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Jahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen i.S.v. § 304 AktG in Verbindung mit der BGH-Entscheidung II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

Frankfurt am Main, 20. Mai 2025

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Tim Laas - Wirtschaftsprüfer  
Managing Director



Dr. Nina Riabinova  
Director

---

## **ANHANGSVERZEICHNIS**

<b>Anhang</b>	<b>Beschreibung</b>
A&M-001	Detaillierte Beschreibung der Vergleichsunternehmen
A&M-002	Beschreibung der Vergleichstransaktionen

## **Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG**

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen  
der

**Succession German Bidco GmbH, München**

und der

**SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg**

Az.: 23 O 9/25

---

Anhang A&M-001: Detaillierte Beschreibung der  
Vergleichsunternehmen

---



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

## Peer 1: adesso SE („adesso“)

Unternehmensprofil: adesso SE									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Die adesso SE erbringt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften IT-Dienstleistungen in Deutschland, Österreich, der Schweiz und international. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: IT-Services und IT-Solutions. Adesso bietet branchenspezifische IT-Beratungs- und Softwareentwicklungsdienstleistungen an und vertreibt Softwareprodukte und branchenspezifische Lösungen. Das Unternehmen bietet Anwedungsmanagement, Daten und Analysen, digitale und Kundenerfahrung, Interaktionsraum, IT-Management und Organisationsberatung, SmartShore, Sicherheit und andere Dienstleistungen. Das Unternehmen wurde 1997 gegründet und hat seinen Sitz in Dortmund, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:*</b> Deutschland (83%), Schweiz (10%), Andere (5%), Österreich (2%)  <b>Segmente:*</b> IT-Services und Lösungen (100%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	1.135,9	1.297,0	1.297,0	1.448,7	1.607,3	1.742,6	12,9%	9,7%	
% Wachstum	26,2%	14,2%	14,2%	11,7%	10,9%	8,4%			
Rohertrag	976,9	1.115,4	1.115,4	1.254,0	1.395,8	1.513,1	13,3%	9,8%	
% Marge	86,0%	86,0%	86,0%	86,6%	86,8%	86,8%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>80,0</b>	<b>98,3</b>	<b>98,3</b>	<b>119,3</b>	<b>143,9</b>	<b>154,8</b>	<b>22,1%</b>	<b>13,9%</b>	
% Marge	7,0%	7,6%	7,6%	8,2%	9,0%	8,9%			
EBIT, angepasst	22,3	30,8	30,8	50,5	66,7	74,7	50,4%	21,7%	
% Marge	2,0%	2,4%	2,4%	3,5%	4,2%	4,3%			
Jahresüberschuss, ang.	3,4	10,2	10,2	25,6	40,5	41,3	174,2%	26,9%	
% Marge	0,3%	0,8%	0,8%	1,8%	2,5%	2,4%			
Operativer Cashflow	76,9	110,6	110,6	87,7	102,1	114,9	6,8%	14,5%	
Capex	(34,3)	(29,1)	(29,1)	(43,8)	(48,8)	(42,9)	12,9%	(1,0%)	
OCF – Capex	42,5	81,4	81,4	43,9	53,3	72,0	1,6%	28,1%	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x			
EV/EBITDA		9,6x	9,6x	7,9x	6,6x	6,1x			
EV/EBIT		30,7x	30,7x	18,8x	14,2x	12,7x			
P/E		58,9x	58,9x	23,5x	14,8x	14,6x			

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

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

## Peer 2: All for One Group SE (“All for One”)

Unternehmensprofil: All for One Group SE									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Die All for One Group SE bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Unternehmenssoftwarelösungen für SAP, Microsoft und IBM in Deutschland, der Schweiz, Österreich, Polen, Luxemburg und international an. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig, CORE und LOB. Das Unternehmen bietet ERP-Softwarelösungen, die Strategie, Geschäftsmodelle, Kunden- und Mitarbeitererfahrung, New Work, Big Data und Analytics sowie das Internet of Things (IoT), künstliche Intelligenz und Cybersecurity- und Compliance-Lösungen umfassen, sowie Logistik- und Lieferkettendienstleistungen. Die All for One Group SE wurde 1959 gegründet und hat ihren Sitz in Filderstadt, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:*</b> Deutschland (78%), Polen (6%), Schweiz (6%), Österreich (4%), Andere (6%)  <b>Segmente:*</b> Cloud (28%), Software-Lizenzen (6%), Software-Support (24%), Beratung (4%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 30 Sep	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	488,0	511,4	511,9	532,8	560,5	586,3	4,5%	4,9%	
% Wachstum	7,8%	4,8%	N/A	4,2%	5,2%	4,6%			
Rohertrag	313,8	328,6	330,6	347,4	367,1	385,2	5,2%	5,3%	
% Marge	64,3%	64,3%	64,6%	65,2%	65,5%	65,7%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>52,1</b>	<b>55,4</b>	<b>55,3</b>	<b>60,1</b>	<b>67,9</b>	<b>73,3</b>	<b>7,4%</b>	<b>10,4%</b>	
% Marge	10,7%	10,8%	10,8%	11,3%	12,1%	12,5%			
EBIT, angepasst	14,9	28,4	28,6	32,9	38,6	43,6	48,5%	15,1%	
% Marge	3,1%	5,6%	5,6%	6,2%	6,9%	7,4%			
Jahresüberschuss, ang.	17,9	18,2	18,0	22,0	26,5	30,2	10,9%	17,2%	
% Marge	3,7%	3,6%	3,5%	4,1%	4,7%	5,2%			
Operativer Cashflow	40,2	41,0	32,8	41,0	52,1	56,1	0,9%	16,9%	
Capex	(8,8)	(3,5)	(3,9)	(4,2)	(4,9)	(5,6)	(31,1%)	15,0%	
OCF – Capex	31,4	37,5	28,9	36,8	47,2	50,5	8,3%	17,1%	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x			
EV/EBITDA		6,6x	6,7x	6,1x	5,4x	5,0x			
EV/EBIT		12,9x	12,9x	11,2x	9,5x	8,4x			
P/E		13,7x	13,8x	11,3x	9,4x	8,2x			

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

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

## Peer 3: Allgeier SE („Allgeier“)

Unternehmensprofil: Allgeier SE									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Die Allgeier SE bietet Informationstechnologie (IT)-Lösungen und Software-Dienstleistungen in Deutschland an. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: Enterprise IT und Mgm technology partners. Das Unternehmen bietet flexible Personaldienstleistungen und Software-Lifecycle-Services, die Business-Analyse, Anwendungsentwicklung, Software-Produkt-Engineering, Enterprise Application Integration, Testen und QA, Verifizierung und Validierung, Application Management, Helpdesk, Support und Software-Schulungen umfassen, sowie Intelligence- und Data-Warehouse-Lösungen und implementiert Pakettlösungen. Die Allgeier SE wurde 1977 gegründet und hat ihren Hauptsitz in München, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Deutschland (90%), Schweiz (6%), USA (2%), Österreich (1%), Andere (1%)  <b>Segmente:</b> Enterprise IT (75%), Mgm Technology Partners (25%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24E	Dez23A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	488,8	449,0	449,0	430,0	472,5	514,0	(6,2%)	9,3%	
% Wachstum	1,8%	(8,2%)	(8,2%)	(4,2%)	9,9%	8,8%			
Rohertrag	342,3	340,3	340,3	353,0	368,6	422,0	1,5%	9,3%	
% Marge	70,0%	75,8%	75,8%	82,1%	78,0%	82,1%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>61,3</b>	<b>53,8</b>	<b>53,8</b>	<b>60,5</b>	<b>64,3</b>	<b>72,3</b>	<b>(0,7%)</b>	<b>9,3%</b>	
% Marge	12,5%	12,0%	12,0%	14,1%	13,6%	14,1%			
EBIT, angepasst	32,3	30,0	30,0	30,9	36,2	38,1	(2,2%)	10,9%	
% Marge	6,6%	6,7%	6,7%	7,2%	7,7%	7,4%			
Jahresüberschuss, ang.	18,4	10,2	10,2	10,0	16,3	16,9	(26,3%)	30,0%	
% Marge	3,8%	2,3%	2,3%	2,3%	3,4%	3,3%			
Operativer Cashflow	31,6	45,1	37,8	50,0	49,0	52,9	25,8%	2,8%	
Capex	(14,5)	(12,3)	(12,0)	(14,4)	(18,0)	(22,5)	(0,5%)	25,0%	
OCF – Capex	17,0	32,8	25,8	35,6	30,9	30,4	44,5%	(7,7%)	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		1,1x	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x			
EV/EBITDA		8,9x	8,9x	8,0x	7,5x	6,7x			
EV/EBIT		16,0x	16,0x	15,5x	13,3x	12,6x			
P/E		20,2x	20,2x	20,6x	12,6x	12,2x			

Quellen: S&P Capital IQ; A&M Analyse

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah; keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

## Peer 4: Bechtle AG („Bechtle“)

Unternehmensprofil: Bechtle AG									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Die Bechtle AG erbringt Dienstleistungen im Bereich der Informationstechnologie vorwiegend in Europa. Sie ist in zwei Segmenten tätig: IT-Systemhaus &amp; Managed Services und IT-E-Commerce. Das Segment IT-Systemhaus &amp; Managed Services bietet IT-Strategieberatung, Hard- und Software, Projektplanung und -durchführung, Systemintegration sowie IT- und Schulungsleistungen für den IT-Betrieb. Das Segment IT-E-Commerce bietet Hardware- und Softwareprodukte sowie Peripheriegeräte und Zubehör über einen Webshop an. Die Bechtle AG wurde 1983 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Neckarsulm, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Deutschland (59%), Andere (15%), Frankreich (11%), Niederlande (9%), Schweiz (7%)  <b>Segmente:</b> IT-Systemhaus &amp; Managed Services (62%), IT E-Commerce (38%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	6.422,7	6.305,8	6.305,8	6.431,6	6.827,3	7.227,6	0,1%	6,0%	
% Wachstum	6,5%	(1,8%)	(1,8%)	2,0%	6,2%	5,9%			
Rohertrag	1.124,0	1.141,3	1.141,3	1.130,7	1.197,5	1.266,6	0,3%	5,8%	
% Marge	17,5%	18,1%	18,1%	17,6%	17,5%	17,5%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>508,9</b>	<b>491,6</b>	<b>491,6</b>	<b>489,0</b>	<b>527,7</b>	<b>565,4</b>	<b>(2,0%)</b>	<b>7,5%</b>	
% Marge	7,9%	7,8%	7,8%	7,6%	7,7%	7,8%			
EBIT, angepasst	382,3	351,3	351,3	348,9	384,4	415,5	(4,5%)	9,1%	
% Marge	6,0%	5,6%	5,6%	5,4%	5,6%	5,7%			
Jahresüberschuss, ang.	265,5	245,5	245,5	242,0	268,3	292,4	(4,5%)	9,9%	
% Marge	4,1%	3,9%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%			
Operativer Cashflow	459,0	558,2	558,2	322,4	393,9	410,5	(16,2%)	12,9%	
Capex	(101,2)	(88,7)	(88,7)	(95,6)	(100,7)	(107,3)	(2,8%)	5,9%	
OCF – Capex	357,9	469,5	469,5	226,7	293,3	303,2	(20,4%)	15,6%	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x			
EV/EBITDA		10,7x	10,7x	10,8x	10,0x	9,3x			
EV/EBIT		15,0x	15,0x	15,1x	13,7x	12,7x			
P/E		18,1x	18,1x	18,3x	16,5x	15,2x			

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

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah; keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

## Peer 5: Cancom SE („Cancom“)

Unternehmensprofil: Cancom SE									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Die Cancom SE erbringt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Informationstechnologie-Dienstleistungen in Deutschland und international. Das Unternehmen bietet Lieferdienste, die eProcurement, Finanzdienstleistungen, Software-Lizenzierungsdienste, Client Lifecycle Services, Service Factory und IT-Remarketing umfassen; Managed Services, wie Managed Applications, IT-Outsourcing, Outtasking und CANCOM-Rechenzentren; Professional Services, einschließlich Analyse und Bewertung, Planung und Strategie sowie Realisierung und Transformation; sowie Support-, Vor-Ort- und Reparaturdienste. Die Cancom SE wurde 1992 gegründet und hat ihren Hauptsitz in München, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Deutschland (61%), Österreich (27%), Rest der Welt (12%)  <b>Segmente:</b> Großhandel - Computerperipheriegeräte (63%), Cloud- und IT-Lösungen (37%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	1.522,7	1.737,6	1.737,6	1.780,5	1.870,1	1.943,8	8,1%	4,5%	
% Wachstum	17,8%	14,1%	14,1%	2,5%	5,0%	3,9%			
Rohertrag	582,3	693,6	693,6	688,7	719,6	741,6	8,8%	3,8%	
% Marge	38,2%	39,9%	39,9%	38,7%	38,5%	38,2%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>115,7</b>	<b>113,0</b>	<b>113,0</b>	<b>125,1</b>	<b>137,2</b>	<b>143,6</b>	<b>4,0%</b>	<b>7,1%</b>	
% Marge	7,6%	6,5%	6,5%	7,0%	7,3%	7,4%			
EBIT, angepasst	55,8	48,0	48,0	56,0	72,3	79,5	0,2%	19,1%	
% Marge	3,7%	2,8%	2,8%	3,1%	3,9%	4,1%			
Jahresüberschuss, ang.	37,9	34,7	34,7	37,6	47,6	49,4	(0,5%)	14,7%	
% Marge	2,5%	2,0%	2,0%	2,1%	2,5%	2,5%			
Operativer Cashflow	94,6	192,9	192,9	96,6	116,2	121,6	1,0%	12,2%	
Capex	(25,8)	(22,3)	(22,3)	(24,6)	(27,4)	(28,7)	(2,2%)	7,9%	
OCF - Capex	68,8	170,6	170,6	72,0	88,8	92,9	2,2%	13,6%	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x			
EV/EBITDA		<b>8,8x</b>	<b>8,8x</b>	<b>8,0x</b>	<b>7,3x</b>	<b>6,9x</b>			
EV/EBIT		20,8x	20,8x	17,8x	13,8x	12,5x			
P/E		23,0x	23,0x	21,2x	16,7x	16,1x			

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

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

## Peer 6: DATAGROUP SE („DATAGROUP“)

Unternehmensprofil: DATAGROUP SE									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>DATAGROUP SE bietet Informationstechnologie (IT)-Lösungen in Deutschland und international an. Das Unternehmen bietet Managed- und Private-Cloud-, Public-Cloud-, Application-Management-, SAP-, Kommunikations- und Collaboration-, Netzwerk-, Sicherheits- und Endanwender-Services sowie Service-Desk-Services. Hinzu kommen IT-Beratung, Robotic Process Automation, Mobile und App, Branchenlösungen sowie Cloud-, Plattform-, Applikations- und SAP-Transformationslösungen. Das Unternehmen war früher als Datagroup AG bekannt und änderte im November 2016 seinen Namen in DATAGROUP SE. Die DATAGROUP SE wurde 1983 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Pleizhausen, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Deutschland (94%), Europäische Union (3%), Rest der Welt (3%)  <b>Segmente:</b> Services (86%), IT-Lösungen &amp; Beratung (14%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 30 Sep	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dec24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	497,8	527,6	547,8	557,7	590,3	626,3	5,8%	6,0%	
% Wachstum	(0,7%)	6,0%	N/A	5,7%	5,8%	6,1%			
Rohertrag	341,2	366,0	369,7	382,2	405,4	429,0	5,8%	5,9%	
% Marge	68,5%	69,4%	67,5%	68,5%	68,7%	68,5%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>80,2</b>	<b>80,4</b>	<b>79,5</b>	<b>85,4</b>	<b>92,4</b>	<b>98,7</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,5%</b>	
% Marge	16,1%	15,2%	14,5%	15,3%	15,7%	15,8%			
EBIT, angepasst	45,3	45,8	44,9	49,9	56,1	60,9	4,9%	10,5%	
% Marge	9,1%	8,7%	8,2%	8,9%	9,5%	9,7%			
Jahresüberschuss, ang.	28,3	26,2	24,4	28,7	34,5	38,2	0,8%	15,4%	
% Marge	5,7%	5,0%	4,5%	5,1%	5,8%	6,1%			
Operativer Cashflow	46,7	58,9	45,8	62,1	65,4	68,2	15,3%	4,8%	
Capex	(15,2)	(11,6)	(10,2)	(18,3)	(19,1)	(20,8)	9,6%	6,5%	
OCF - Capex	31,4	47,3	35,6	43,8	46,2	47,5	18,0%	4,1%	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x			
EV/EBITDA		<b>7,6x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>6,6x</b>	<b>6,2x</b>			
EV/EBIT		13,3x	13,6x	12,2x	10,9x	10,0x			
P/E		14,9x	16,0x	13,6x	11,3x	10,2x			

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

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

## Peer 7: Nagarro SE („Nagarro“)

Unternehmensprofil: Nagarro SE									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Nagarro SE bietet zusammen mit seinen Tochtergesellschaften digitale Produktentwicklungs- und Technologielösungen in Nordamerika, Europa und international an. Das Unternehmen bietet beschleunigtes Qualitäts- und Test-Engineering, API und Integration, Application Managed Services, künstliche Intelligenz, Daten und Analysen, Cloud, CRM, DevOps, digitale Erfahrungen, EOM und Portale, Enterprise Agile, Enterprise Architecture Consulting, Finops, Identitäts- und Zugriffsmanagement, Innovation, Low Code, Mobilitätslösungen, Produkte, Resilienz und Site Reliability Engineering, technische Kommunikation und Schulungsdienste an. Das Unternehmen wurde 1996 gegründet und hat seinen Sitz in München, Deutschland.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Deutschland  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Nordamerika (36%), Zentraleuropa (28%), Rest der Welt (24%), Rest Europa (12%)  <b>Segmente:</b> Computer Services (100%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24E	Sep24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	912,1	954,5	946,8	1.026,1	1.100,3	1.192,8	6,1%	7,8%	
% Wachstum	6,5%	4,6%	N/A	7,5%	7,2%	8,4%			
Rohertrag	235,3	331,2	249,5	351,9	382,9	N/A	22,3%	N/A	
% Marge	25,8%	34,7%	26,4%	34,3%	34,8%	N/A			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>126,1</b>	<b>138,5</b>	<b>142,5</b>	<b>146,1</b>	<b>157,6</b>	<b>163,1</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,7%</b>	
% Marge	13,8%	14,5%	15,0%	14,2%	14,3%	13,7%			
EBIT, angepasst	86,2	96,9	98,2	109,4	121,8	136,1	12,7%	11,5%	
% Marge	9,5%	10,1%	10,4%	10,7%	11,1%	11,4%			
Jahresüberschuss, ang.	52,9	63,4	55,1	71,8	80,9	89,0	16,5%	11,3%	
% Marge	5,8%	6,6%	5,8%	7,0%	7,4%	7,5%			
Operativer Cashflow	77,7	92,0	101,2	93,0	97,0	85,8	9,4%	(3,9%)	
Capex	(6,9)	(8,2)	(5,9)	(8,4)	(9,4)	(14,9)	10,7%	32,7%	
OCF – Capex	70,8	83,8	95,3	84,5	87,6	71,0	9,3%	(8,4%)	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		1,3x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x			
EV/EBITDA		8,8x	8,5x	8,3x	7,7x	7,4x			
EV/EBIT		12,5x	12,3x	11,1x	10,0x	8,9x			
P/E		13,8x	15,8x	12,1x	10,8x	9,8x			

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

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

## Peer 8: NTT Data Group Corporation („NTT DATA“)

Unternehmensprofil: NTT DATA Group Corporation									
<b>Unternehmensbeschreibung</b>					<b>Schlüsselinformationen</b>				
<p>Die NTT DATA Group Corporation bietet wettbewerbsfähige IT- und Unternehmensdienstleistungen an. Es bietet Cloud, Cybersicherheit, Daten und Intelligenz, Salesforce, SAP, ServiceNow und Anwendungsentwicklung und -management sowie 5G-Dienste. Das Unternehmen bietet außerdem Beratung, Branchenlösungen, Geschäftsprozess-Services sowie IT-Modernisierung und Managed Services. Es bedient die Branchen Automobil, Gesundheitswesen, Biowissenschaften, Medien, Banken und Versicherungen. Das Unternehmen war früher als NTT DATA Corporation bekannt. Die NTT DATA Group Corporation wurde 1988 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Tokio, Japan.</p>					<p><b>Hauptsitz:</b> Japan  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Japan (40%), Europa/Mittlerer Osten/Afrika/Lateinamerika (31%), Nordamerika (18%), China/APAC (11%)  <b>Segmente:</b> Übersee (58%), Japan (40%), Sonstige (2%)</p>				
<b>Finanzübersicht</b>									
JPY Mrd., GJE 31 Mär	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ24A	GJ25E	Sep24A	GJ26F	GJ27F	GJ28F	GJ24-26	GJ26-28	
Umsatzerlöse	4.367,4	4.621,8	4.529,0	4.889,1	5.170,9	5.427,5	5,8%	5,4%	
% Wachstum	25,1%	5,8%	N/A	5,8%	5,8%	5,0%			
Rohertrag	1.194,9	1.262,1	1.240,7	1.346,7	1.443,4	1.492,6	6,2%	5,3%	
% Marge	27,4%	27,3%	27,4%	27,5%	27,9%	27,5%			
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>651,1</b>	<b>704,8</b>	<b>695,8</b>	<b>799,4</b>	<b>863,4</b>	<b>N/A</b>	<b>10,8%</b>	<b>N/A</b>	
% Marge	14,9%	15,2%	15,4%	16,4%	16,7%	N/A			
EBIT, angepasst	309,6	341,6	336,7	416,4	461,9	529,5	16,0%	12,8%	
% Marge	7,1%	7,4%	7,4%	8,5%	8,9%	9,8%			
Jahresüberschuss, ang.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			
Operativer Cashflow	498,8	472,9	410,3	462,8	493,5	N/A	(3,7%)	N/A	
Capex	(657,4)	(654,6)	(671,8)	(620,0)	(616,7)	N/A	(2,9%)	N/A	
OCF – Capex	(158,7)	(181,7)	(261,5)	(157,2)	(123,2)	N/A	N/M	N/A	
<b>Börsenmultiplikatoren</b>									
EV/Umsatzerlöse		1,9x	1,9x	1,7x	1,7x	1,6x			
EV/EBITDA		12,1x	12,3x	10,7x	9,9x	N/A			
EV/EBIT		25,0x	25,4x	20,5x	18,5x	16,2x			
P/E		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			

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

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

## Peer 9: Reply S.p.A. („Reply“)

Unternehmensprofil: Reply S.p.A.								
<b>Unternehmensbeschreibung</b>								
Reply S.p.A. bietet Beratung, Systemintegration und digitale Dienstleistungen auf der Grundlage von Kommunikationskanälen und digitalen Medien in Italien und international an. Das Unternehmen bietet Axulus Reply, eine Cloud-basierte Projektmanagementlösung für das industrielle Internet der Dinge; Brick Reply, eine Digital-as-a-Service-Plattform, die die Transformation industrieller Abläufe ermöglicht; China Beats Reply, eine Market Intelligence- und Social Listening-Plattformlösung für das Verständnis des chinesischen Marktes und seines Datenökosystems. Reply S.p.A. wurde 1995 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Turin, Italien.								
<b>Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)</b>								
<b>Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)</b>	<b>5.511,4</b>							
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	48,9							
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	19,7							
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldencharakter	204,2							
(-) Liquide Mittel	-							
<b>Netto-Finanzverbindlichkeiten</b>	<b>272,8</b>							
<b>Gesamtunternehmenswert (WACC)</b>	<b>5.784,2</b>							
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	11,8							
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	-							
(-) Steuerliche Verlustvorträge	-							
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-							
<b>Anpassungen</b>	<b>11,8</b>							
<b>Gesamtunternehmenswert (angepasst)</b>	<b>5.795,9</b>							
<b>Marktkapitalisierung (angepasst)</b>	<b>5.511,4</b>							
<b>Netto-FinVerb/Marktkapitalisierung</b>	<b>5%</b>							
<b>Schlüsselinformationen</b>								
<b>Hauptsitz:</b>	Italien							
<b>Branche:</b>	IT-Beratung und Service							
<b>Geographien:*</b>	Sonstige (100%)							
<b>Segmente:†</b>	IT/US/BR/PL/RO/CN(Najing) (63%), DE/CH/CN(Beijing) (20%), UK/LU/BE/NL/FR/HK(18%)							
<b>Finanzübersicht</b>								
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24E	Dec24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	2.118,0	2.295,9	2.295,9	2.542,2	2.755,8	3.009,6	9,6%	8,8%
% Wachstum	12,0%	8,4%	8,4%	10,7%	8,4%	9,2%		
Rohertrag	2.088,6	2.249,6	2.249,6	1.169,4	1.267,6	1.384,4	(25,2%)	8,8%
% Marge	98,6%	98,0%	98,0%	46,0%	46,0%	46,0%		
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>352,1</b>	<b>410,6</b>	<b>410,6</b>	<b>446,0</b>	<b>484,6</b>	<b>525,9</b>	<b>12,5%</b>	<b>8,6%</b>
% Marge	16,6%	17,9%	17,9%	17,5%	17,6%	17,5%		
EBIT, angepasst	292,7	330,4	330,4	368,9	402,5	441,7	12,3%	9,4%
% Marge	13,8%	14,4%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%		
Jahresüberschuss, ang.	175,7	207,9	207,9	259,7	285,1	313,7	21,6%	9,9%
% Marge	8,3%	9,1%	9,1%	10,2%	10,3%	10,4%		
Operativer Cashflow	249,8	349,4	349,4	293,7	320,7	346,0	8,4%	8,5%
Capex	(29,3)	(48,4)	(48,4)	(47,2)	(51,1)	(52,5)	27,0%	5,5%
OCF – Capex	220,5	301,1	301,1	246,5	269,6	293,4	5,7%	9,1%
<b>Börsenmultiplikatoren</b>								
EV/Umsatzerlöse		2,5x	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x		
EV/EBITDA		14,1x	14,1x	13,0x	12,0x	11,0x		
EV/EBIT		17,5x	17,5x	15,7x	14,4x	13,1x		
P/E		26,5x	26,5x	21,2x	19,3x	17,6x		

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

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

## Peer 10: Sopra Steria Group SA („Sopra Steria“)

Unternehmensprofil: Sopra Steria Group SA								
<b>Unternehmensbeschreibung</b>								
Sopra Steria Group SA bietet Beratungs-, Digital- und Softwareentwicklungsdienstleistungen in Frankreich und international an. Das Unternehmen bietet Beratungsdienstleistungen für die digitale Transformation, künstliche Intelligenz, Technologiedienstleistungen in den Bereichen künstliche Intelligenz, Blockchain, Cloud, Daten, Internet der Dinge, digitale Interaktionen, neue Technologien, 5G Design Center, industrielles Metaverse und intelligente Prozessautomatisierung, Systemintegration mit intelligenter Anwedungsmodernisierung und Produktlebenszyklusmanagement und weitere an. Die Sopra Steria Group SA wurde 1968 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Paris, Frankreich.								
<b>Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)</b>								
<b>Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)</b>	<b>3.346,5</b>							
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	619,1							
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	189,0							
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldencharakter	626,9							
(-) Liquide Mittel	-							
<b>Netto-Finanzverbindlichkeiten</b>	<b>1.435,0</b>							
<b>Gesamtunternehmenswert (WACC)</b>	<b>4.781,5</b>							
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	99,1							
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	(1,7)							
(-) Steuerliche Verlustvorträge	(147,0)							
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-							
<b>Anpassungen</b>	<b>(49,6)</b>							
<b>Gesamtunternehmenswert (angepasst)</b>	<b>4.731,9</b>							
<b>Marktkapitalisierung (angepasst)</b>	<b>3.199,5</b>							
<b>Netto-FinVerb/Marktkapitalisierung</b>	<b>43%</b>							
<b>Schlüsselinformationen</b>								
<b>Hauptsitz:</b>	Frankreich							
<b>Branche:</b>	IT-Beratung und Service							
<b>Geographien:*</b>	Rest der Welt (53%), Frankreich (47%)							
<b>Segmente:†</b>	Unternehmensberatung und IT-Services (94%), Andere Lösungen (6%)							
<b>Finanzübersicht</b>								
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dec24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	5.805,3	5.776,8	5.776,8	5.702,0	5.898,4	6.066,0	(0,9%)	3,1%
% Wachstum	13,8%	(0,5%)	(0,5%)	(1,3%)	3,4%	2,8%		
Rohertrag	4.931,6	4.389,5	4.389,5	4.812,5	4.839,6	N/A	(1,2%)	N/A
% Marge	84,9%	76,0%	76,0%	84,4%	82,1%	N/A		
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>724,3</b>	<b>750,5</b>	<b>750,5</b>	<b>711,5</b>	<b>738,8</b>	<b>790,9</b>	<b>(0,9%)</b>	<b>5,4%</b>
% Marge	12,5%	13,0%	13,0%	12,5%	12,5%	13,0%		
EBIT, angepasst	548,2	564,7	564,7	520,8	551,1	614,0	(2,5%)	8,6%
% Marge	9,4%	9,8%	9,8%	9,1%	9,3%	10,1%		
Jahresüberschuss, ang.	313,6	409,8	409,8	347,8	385,5	426,5	5,3%	10,7%
% Marge	5,4%	7,1%	7,1%	6,1%	6,5%	7,0%		
Operativer Cashflow	622,6	649,3	649,3	493,9	527,4	614,7	(10,9%)	11,6%
Capex	(100,6)	(74,8)	(74,8)	(81,3)	(86,9)	(86,2)	(10,1%)	2,9%
OCF – Capex	522,0	574,5	574,5	412,6	440,5	528,5	(11,1%)	13,2%
<b>Börsenmultiplikatoren</b>								
EV/Umsatzerlöse		0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x		
EV/EBITDA		6,3x	6,3x	6,7x	6,4x	6,0x		
EV/EBIT		8,4x	8,4x	9,1x	8,6x	7,7x		
P/E		7,8x	7,8x	9,2x	8,3x	7,5x		

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

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

## Peer 11: Wavestone SA („Wavestone“)

Unternehmensprofil: Wavestone SA								
Unternehmensbeschreibung			Schlüsselinformationen					
<p>Wavestone SA bietet Beratungsdienstleistungen in Frankreich und international an. Das Unternehmen bietet Change- und Projektmanagement, Compliance und Resilienz, Entwicklung von Kerngeschäftssoftware, Unternehmensfinanzen und HR, Risiko und Beschaffung, Kundenerfahrung, Cybersicherheit, Daten und künstliche Intelligenz, Industrie 4.0 und IoT, IT-Strategie und CTO-Beratung, Betriebsmodelldesign und Agilität, SAP-Beratung, Beschaffung und Serviceoptimierung, Lieferkette und Nachhaltigkeitsdienstleistungen. Wavestone SA wurde 1990 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paris, Frankreich.</p>			<p><b>Hauptsitz:</b> Italien  <b>Branche:</b> IT-Beratung und Service  <b>Geographien:</b> Frankreich (69%), Deutschland (11%), UK (6%), USA/Kanada (6%), Schweiz (5%)  <b>Segmente:</b> Unternehmensberatung und IT-Services (100%)</p>					
Finanzübersicht								
EUR Mio., GJE 31 Mär	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ24A	GJ25E	Sep24A	GJ26F	GJ27F	GJ28F	GJ24-26	GJ26-28
Umsatzerlöse	701,1	944,2	882,2	953,4	993,8	N/A	16,6%	N/A
% Wachstum	31,7%	34,7%	N/A	1,0%	4,2%	N/A		
Rohertrag	633,3	812,0	662,6	823,7	861,7	N/A	14,0%	N/A
% Marge	90,3%	86,0%	75,1%	86,4%	86,7%	N/A		
<b>EBITDA, angepasst</b>	<b>109,4</b>	<b>128,8</b>	<b>119,2</b>	<b>132,3</b>	<b>145,5</b>	<b>N/A</b>	<b>9,9%</b>	<b>N/A</b>
% Marge	15,6%	13,6%	13,5%	13,9%	14,6%	N/A		
EBIT, angepasst	101,3	115,6	107,4	120,8	131,0	N/A	9,2%	N/A
% Marge	14,5%	12,2%	12,2%	12,7%	13,2%	N/A		
Jahresüberschuss, ang.	67,7	82,8	72,0	85,8	94,5	N/A	12,6%	N/A
% Marge	9,7%	8,8%	8,2%	9,0%	9,5%	N/A		
Operativer Cashflow	83,1	81,8	76,2	90,9	97,6	N/A	4,6%	N/A
Capex	(3,1)	(6,9)	(4,2)	(6,7)	(16,0)	N/A	47,0%	N/A
OCF – Capex	80,0	74,9	72,0	84,2	81,6	N/A	2,6%	N/A
Börsenmultiplikatoren								
EV/Umsatzerlöse		1,3x	1,4x	1,3x	1,3x	N/A		
EV/EBITDA		<b>9,8x</b>	<b>10,6x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,7x</b>	<b>N/A</b>		
EV/EBIT		10,9x	11,7x	10,4x	9,6x	N/A		
P/E		13,4x	15,4x	12,9x	11,8x	N/A		

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

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

## **Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG**

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen  
der

**Succession German Bidco GmbH, München**

und der

**SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg**

Az.: 23 O 9/25

---

Anhang A&M-002: Beschreibung der Vergleichstransaktionen

---



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

### **Transaktion 1: Succession German Bidco übernimmt Anteile an der SNP Schneider-Neureither & Partner SE**

Am 10. April 2025 schloss die Succession die Übernahme von einen Anteil von 78% an der SNP Schneider-Neureither & Partner SE ab (Bekanntgabe am 23. Dezember 2025). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 484 Mio.

### **Transaktion 2: Talan SAS übernimmt Micropole S.A. („Micropole“)**

Am 15. Oktober 2024 schloss Talan SAS die Übernahme von 100% der Anteile an Micropole S.A. ab (Bekanntgabe am 29. Mai 2024). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 109 Mio. Micropole ist ein französisches Beratungsunternehmen mit Fokus auf Data Intelligence, digitale Transformation und Performance Management.

### **Transaktion 3: EQT Private Capital („EQT“) übernimmt Perficient Inc. („Perficient“)**

Am 2. Oktober 2024 schloss EQT die Übernahme von 100% der Anteile an Perficient Inc. ab (Bekanntgabe gegeben am 27. Februar 2024). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 2.533 Mio. Perficient ist ein US-amerikanisches Beratungsunternehmen für digitale Plattformlösungen mit Fokus auf Cloud, künstliche Intelligenz und IT-Transformation.

### **Transaktion 4: Sopra Steria Group SA übernimmt Ordina N.V. („Ordina“)**

Am 2. Oktober 2023 schloss Sopra Steria die Übernahme von 93% der Anteile an Ordina N.V. ab (Bekanntgabe am 21. März 2023). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 533 Mio. Ordina ist ein niederländisches IT-Dienstleistungsunternehmen mit Schwerpunkt auf digitale Dienstleistungen im öffentlichen Sektor und der Finanzbranche.

### **Transaktion 5: CGI France SAS übernummt Umanis SA („Umanis“)**

Am 31. Mai 2022 schloss CGI France SAS die Übernahme von 71% der Anteile an Umanis SA ab (Bekanntgabe am 11. März 2022). Der Kaufpreis betrug ca. EUR 352 Mio. Umanis ist ein französischer Anbieter von IT- und Business-Consulting-Leistungen mit Schwerpunkt auf Datenmanagement, Digitalisierung und künstliche Intelligenz.

### **Transaktion 6: SNP Schneider-Neureither & Partner SE übernimmt Datavard AG („Datavard“)**

Am 30. Juli 2021 schloss SNP die Übernahme von 100% der Anteile an der Datavard AG ab (Bekanntgabe am 28. Juli 2021). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 30 Mio. Datavard ist ein deutscher Anbieter von SAP-Datenmanagementlösungen mit Fokus auf Datenmigration und -Transformation.

### **Transaktion 7: CGI Inc. übernimmt Acando AB („Acando“)**

Am 16. April 2019 schloss CGI Inc. die Übernahme von 77% der Anteile an der Acando AB ab (Bekanntgabe am 11. März 2019). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 414 Mio. Acando ist ein schwedisches IT-Beratungsunternehmen mit Schwepunkt auf digitale Transformationen und innovative Geschäftslösungen.

---

## **ANLAGENVERZEICHNIS**

<b>Anlage</b>	<b>Beschreibung</b>
A&M-001	Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 24. Februar 2025 und Korrekturbeschluss des Landgerichts Mannheim vom 3. Mai 2025

## **Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG**

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen  
der

**Succession German Bidco GmbH, München**

und der

**SNP Schneider-Neureither & Partner SE, Heidelberg**

Az.: 23 O 9/25

---

Anlage A&M-001:  
Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 24. Februar 2025  
und  
Korrekturbeschluss des Landgerichts Mannheim  
vom 3. Mai 2025

---



**A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Beglaubigte Abschrift

Aktenzeichen:  
23 O 9/25 AktG



Landgericht Mannheim

## Beschluss

In dem Rechtsstreit

**Succession German Bidco GmbH**, vertreten durch d. Geschäftsführer, c/o Carlyle Beratungs GmbH, Promenadeplatz 8, 80333 München  
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Kirkland & Ellis International LLP**, Maximilianstraße 11, 80539 München

wegen Bestellung eines sachverständigen Prüfers

hat das Landgericht Mannheim - 3. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Gredner-Steigleider am 24.02.2025 beschlossen:

Zum gemeinsamen Vertragsprüfer für die Prüfung eines zwischen der Succession German Bidco GmbH (Sitz in München, AG München HRB 294659) und der SNP Schneider-Neureither & Partner SE (Sitz in Heidelberg, AG Mannheim HRB 729172) abzuschließenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemäß §§ 293b ff. AktG wird bestellt:

**A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

c/o Alvarez Marsal, Thierschplatz 6, 80538 München

**Sachbearbeiter Herr Wirtschaftsprüfer Dr. Tim Laas**

(Tel. + 49 89 71 040 600, E-Mail: tlaas@alvarezandmarsal.com)

Der Geschäftswert wird auf 60.000 € festgesetzt.

Die Antragsteller haben 1.466,00 € an die Landesoberkasse zu bezahlen.

## Gründe

Der Antrag vom 18.02.2025 ist zulässig, die Zuständigkeit des LG Mannheim folgt aus §§ 293 c Abs. 1 S. 3 u.4; 293 ff AktG i.V.m. § 13 Abs. 2 Nr. 10 ZuVoJu Baden-Württemberg. Die abhängige Gesellschaft SNP Schneider-Neureither & Partner SE hat ihren Sitz in Heidelberg.

Die Succession German Bidco GmbH hat am 31. Januar 2025 den Aktionären der SNP ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Annahmefrist 07.03.25) unterbreitet. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hat sich die Bidco ca. 76,25 % des Grundkapitals der SNP und 77,33 % der Stimmrechte (unter Berücksichtigung der eigenen Aktien der SNP) gesichert. Sie wird daher, in der Hauptversammlung der SNP, die über den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags abstimmt, über ausreichend Stimmrechte verfügen, um einen zustimmenden Beschluss herbeizuführen.

Die Bidco hatte der SNP am 22. Januar 2025 ihre Absicht zur Kenntnis gebracht, als herrschendes Unternehmen einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gemäß § 291 Abs. 1 AktG mit der SNP als beherrschter und gewinnabführender Gesellschaft abzuschließen. Der Beschluss soll in der Hauptversammlung der SNP Ende Juni gefasst werden.

Die vertretungsbefugten Organe der Bidco und der SNP haben gemeinsam beantragt, einen gemeinsamen Vertragsprüfer zu bestellen.

Das Gericht hat Herrn Wirtschaftsprüfer Dr. Tim Laas ausgewählt und bestellt. Dieser ist geeignet, die übertragene Aufgabe zu übernehmen (§§ 327c Abs. 2 S.4, 293d Abs. 1 S.1 AktG iVm § 319 Abs. 1 HGB).

Der bestellte Prüfer hat mit Erklärung vom 18.02.2025 (Anlage 2) versichert, dass keine Hinderungsgründe i.S.v. §§ 293d AktG i.V.m. §§ 319, 319b HGB vorliegen.

Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 67 Abs. 1 Nr. 1 GNotKG. Daraus ergeben sich in Verbindung mit Nr. 13500 der Anlage 1 zum GNotKG sowie der Anlage 2 Gerichtskosten in der angeforderten Höhe.

### Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 600,00 € übersteigt oder wenn das Gericht des ersten Rechtszugs die Beschwerde zugelassen hat.

Die Beschwerde ist binnen einer Frist von 2 Wochen bei dem

Landgericht Mannheim  
A 1, 1  
68159 Mannheim

einzu legen.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post und soll die Bekanntgabe im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück 4 Tage nach Aufgabe zur Post als bekanntgegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt. Die Beschwerde kann zur Niederschrift eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei dem Gericht, bei dem die Beschwerde einzulegen ist, eingeht. Die Beschwerdeschrift bzw. die Niederschrift der Geschäftsstelle ist von dem Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

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

Schriftlich einzureichende Anträge und Erklärungen, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind als elektronisches Dokument zu übermitteln. Ist dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich, bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig. Die vorübergehende Unmöglichkeit ist bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen; auf Anforderung ist ein elektronisches Dokument nachzureichen.

Gredner-Steigleider  
Vorsitzende Richterin am Landgericht

23 O 9/25 AktG

- 4 -

Beglaubigt  
Mannheim, 25.02.2025



Küffen, EAInsp`in  
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle  
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt  
- ohne Unterschrift gültig

Beglaubigte Abschrift

Aktenzeichen:  
23 O 9/25 AktG



Landgericht Mannheim

## Beschluss

In dem Rechtsstreit

**Succession German Bidco GmbH**, vertreten durch d. Geschäftsführer, c/o Carlyle Beratungs GmbH, Promenadeplatz 8, 80333 München  
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Kirkland & Ellis International LLP**, Maximilianstraße 11, 80539 München

wegen Bestellung eines sachverständigen Prüfers

hat das Landgericht Mannheim - 3. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Gredner-Steigleider am 03.05.2025 beschlossen:

Der Beschluss vom 24.02.2025 wird hinsichtlich der Adresse der der bestellten A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wie folgt berichtigt:

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

**Neue Mainzer Str. 28**

**60311 Frankfurt**

Gredner-Steigleider  
Vorsitzende Richterin am Landgericht

23 O 9/25 AktG

- 2 -

Beglaubigt  
Mannheim, 05.05.2025



Küffen, EAlnsp`in  
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle  
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt  
- ohne Unterschrift gültig