mazars

Sport1 Medien AG, Ismaning

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung der Minderheitsaktionäre gemäß § 327c Abs. 2 AktG

Mazars GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

INHALTSVERZEICHNIS

A.	AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
I.	Auftrag	1
II.	Auftragsdurchführung	1
III.	Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht	3
IV.	Qualifikation der eingesetzten Mitarbeiter	5
B.	PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	6
I.	Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Sätze 2 und 4 i.V.m. § 293e Abs.1 Satz 3 AktG	6
1.	Vorbemerkungen	6
2.	Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode	6
3.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	9
II.	Prüfungsfeststellungen im Einzelnen und Ergebnis der Prüfung	10
III.	Festgelegte Barabfindung	11
C.	SCHLUSSBEMERKUNG	12

ANLAGE 1: PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN		1
I.	Bewertungsverfahren	1
II.	Bewertungsobjekt	2
1.	Rechtliche Grundlagen	2
2.	Wirtschaftliche Grundlagen	5
III.	Ertragswert der S1MAG	6
1.	Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse	6
2.	Ertragswertableitung und Gesamtwürdigung	30
IV.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts mittels Multiplikatorbewertungen	43
V.	Börsenkurs	44
VI.	Zusammenfassung	48

ANHANG ZUM PRÜFUNGSBERICHT

Anhang

Beschluss des Landgericht München I mit Beschluss vom 6. Juli 2021 zur Bestellung von Mazars zum sachverständigen Prüfer 1

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017 2

Die in diesem Bericht dargestellten Zahlenangaben sind maschinell gerundet. Es können sich daher darstellungsbedingt Rundungsabweichungen ergeben.

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AktZ.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfGE	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
DFL	Deutsche Fußball Liga e.V.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
FAS	Financial Advisory Services
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	Forecast
FVOCI	Fair Value through Other Comprehensive Income

GewStG	Gewerbesteuergesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Abteilung B des Handelsregisters
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S1	Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (S1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standard
LFA	Landesanstalt für Aufbaufinanzierung
LG	Landgericht
L.P.	Limited Partnership
OLG	Oberlandesgericht
OTT	Over-the-top
p.a.	per annum (pro Jahr)
Rn	Randnummer
S1MAG	Sport1 Medien AG
SolZ	Solidaritätszuschlag
StB	Steuerberater
T€	Tausend Euro
UEFA	Union of European Football Associations
WP	Wirtschaftsprüfer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

Die Hauptversammlung der

Sport1 Medien AG, Ismaning

– nachstehend als „S1MAG“ oder Gesellschaft bezeichnet –

soll auf Verlangen ihrer Hauptaktionärin, der Highlight Communications AG, Pratteln/Schweiz (im Folgenden „Highlight“ bzw. „Hauptaktionärin“), auf ihrer ordentlichen Hauptversammlung am 14. Dezember 2021 einen Beschluss im Hinblick auf die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der S1MAG auf die Highlight gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeiführen.

Auf Antrag der Hauptaktionärin hat das Landgericht München I mit Beschluss vom 6. Juli 2021 (AktZ. 5 HK O 9098/21) die Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft (im Folgenden „Mazars“ oder „wir“) zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 293c AktG bestellt (siehe Anhang 1).

II. Auftragsdurchführung

Wir haben unsere Prüfung nach unserer gerichtlichen Bestellung am 6. August 2021 aufgenommen und mit Unterbrechungen bis zum 26. Oktober 2021 in unseren Geschäftsräumen in Hamburg durchgeführt.

Die Hauptaktionärin wurde bei der Festlegung der Barabfindung von der Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart (im Folgenden „Ebner Stolz“ oder „Bewertungsgutachterin“) unterstützt, die im Auftrag der Highlight den Unternehmenswert der S1MAG ermittelt und hierüber mit Datum vom 25. Oktober 2021 ein Gutachten erstellt hat.

Für unsere Prüfung standen uns insbesondere nachfolgend genannte Unterlagen zur Verfügung:

- Gutachterliche Stellungnahme von Ebner Stolz zum Unternehmenswert der S1MAG zum 14. Dezember 2021, vom 25. Oktober 2021 sowie vorangehende Entwurfsversionen bzw. Auszüge daraus
- Wertekopie des Bewertungsmodells von Ebner Stolz zur vorgenannten gutachterlichen Stellungnahme sowie vorangehende Stände

- Diverse Auszüge aus den Arbeitspapieren von Ebner Stolz
- Bericht der Hauptaktionärin nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 25. Oktober 2021 sowie vorangehende Entwurfsversionen
- Organigramm zur rechtlichen Struktur der Sport1 Medien-Gruppe (Stand 30. Juni 2021)
- Handelsregisterauszüge der S1MAG und ihrer Tochterunternehmen (Abruf vom 20. September 2021)
- Satzung der S1MAG (Fassung vom 24. Juli 2019)
- Niederschriften über die Sitzungen des Vorstands und des Aufsichtsrats der S1MAG für den Zeitraum ab 2019
- Prüfungsberichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden „PwC) zum Konzernabschluss und zum Konzernlagebericht der S1MAG (vormals Constantin Medien AG) für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020
- Prüfungsberichte der PwC zum Jahresabschluss und zum Lagebericht der S1MAG (vormals Constantin Medien AG) für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020
- Prüfungsberichte der PwC zu den Jahresabschlüssen und Lageberichte der Folgenden Tochtergesellschaften der S1MAG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020:
    - Sport1 GmbH, Ismaning
    - PLAZAMEDIA GmbH, Ismaning
- Forecast für das Geschäftsjahr 2021 sowie aktuelle Mittelfristplanung der Sport1 Medien-Gruppe für die Jahre bis 2025
- Plan/Ist-Abweichungsanalysen der Sport1 Medien-Gruppe für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020
- Monatsberichte per Juni und Juli 2021 sowie Konzern-Package der Sport1 Medien-Gruppe per Juni 2021
- Unterlagen zu den steuerlichen Verhältnissen der Unternehmen der Sport1 Medien-Gruppe

Bei der Auftragsdurchführung haben wir den Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" in der Fassung vom 2. April 2008 und mit Stand vom 4. Juli 2016 (nachstehend als „IDW S 1“ bezeichnet) beachtet.

Die von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand sowie den von ihm benannten Personen der S1MAG bereitwillig erteilt. Wir haben im Rahmen unserer Prüfung neben den uns übergebenen Unterlagen auch auf die uns in Besprechungen gegebenen mündlichen Auskünfte des Vorstands der S1MAG und weiterer mit der Planung betrauten Mitarbeiter der Sport1 Medien-Gruppe und der auf Seiten von Ebner Stolz mit der Bewertung betrauten Mitarbeiter sowie auf öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Markt- und Brancheninformationen sowie Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister Bloomberg L.P., New York, gelieferten Daten gestützt.

Alle erbetenen Auskünfte und Nachweise sind uns erteilt worden. Der Verwaltungsrat der Highlight sowie der Vorstand der S1MAG haben uns gegenüber jeweils eine berufsständisch übliche Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass die uns übergebenen Unterlagen und erteilten Informationen vollständig und richtig sind.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die diesem Bericht als Anhang 2 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen (im Folgenden „AAB“) für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften nach dem Stand vom 1. Januar 2017 maßgebend. Darüber hinaus verweisen wir auf die gesetzliche Haftungsbeschränkung nach §§ 327c Abs. 2 Satz 4 und 293d Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 323 Abs. 2 HGB.

III. Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht

Die Prüfung hat zu einem großen Anteil parallel zu den Bewertungsarbeiten von Ebner Stolz stattgefunden. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Nach unserer gerichtlichen Bestellung vom 6. Juli 2021 haben wir unsere ersten Prüfungstätigkeiten am 6. August 2021 in Form von allgemeinen Research-Tätigkeiten auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen aufgenommen. Am 12. August 2021 fand ein als Videokonferenz abgehaltener Kick-off-Termin mit Vertretern von Ebner Stolz statt. Dieser diente in erster Linie der Abstimmung des Prozesses und lieferte einen Überblick über vorliegende Unterlagen und Informationen sowie den Stand der Bewertungsarbeiten von Ebner Stolz. Im Nachgang zum Kick-off-Termin wurde uns am gleichen Tag Zugang zum virtuellen Datenraum mit Unterlagen insbes. zu den rechtlichen, wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnissen der S1MAG in der Vergangenheit sowie zum Markt und Wettbewerbsumfeld gewährt. Die im virtuellen Datenraum enthaltenen Unterlagen wurden im Projektverlauf fortlaufend ergänzt.

Der sich an die Kick-off-Termine anschließende Prüfungsprozess stellte sich wie folgt dar:

Der erste Schritt des Prüfungsprozesses bestand im Gewinnen eines Verständnisses über die Rahmenbedingungen der angestrebten Strukturmaßnahme und in der Diskussion des zeitlichen Ablaufs der Prüfung. Im Anschluss an den Kick-off-Termin erfolgte eine laufende Abstimmung mit der Bewertungsgutachterin insbesondere bezüglich der Anforderung weiterer Unterlagen und Informationen für die Prüfung und der Vorbereitung der unten im Einzelnen benannten Telefon- bzw. Video-Konferenzen.

Im weiteren Verlauf der Prüfung haben wir das Vorgehen von Ebner Stolz zur Wertermittlung nachvollzogen, plausibilisiert und gewürdigt. Darüber hinaus haben wir eine eigenständige Unternehmensbewertung der S1MAG durchgeführt, um im Rahmen unserer Plausibilitätsüberlegungen insbesondere Wertauswirkungen verschiedener Parametervariationen auf Basis eines eigenen Bewertungsmodells quantifizieren zu können. Das Ergebnis unserer eigenen Bewertung ist in Anlage 1 dieses Prüfberichts dargestellt.

Wesentliche Informationsgrundlagen unserer Prüfung wurden neben den zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen durch vorgenannten Kick-off-Termin sowie durch die im Folgenden aufgeführten, jeweils als Videokonferenz abgehaltenen Besprechungen gelegt. Physische Präsenztermine haben mit Blick auf die anhaltende „Corona-Krise“ nicht stattgefunden.

- 26. August 2021: Videokonferenz zur Erläuterung der Plandateien und der Planungssystematik der Sport1 Medien-Gruppe (Teilnehmende Parteien: Ebner Stolz / Mazars)
- 30. August 2021: Videokonferenz zur Erläuterung der aktuellen Konzernplanung und Überblick über die aktuelle Entwicklung der Sport1 Medien Gruppe (Teilnehmende Parteien: Vorstand S1MAG, Ebner Stolz / Mazars)
- 31. August 2021: Videokonferenz mit Erläuterungen zu den Details der Werbeerlösplanung (Teilnehmende Parteien: S1MAG (Controlling), Ebner Stolz / Mazars)
- 1. September 2021: Videokonferenz mit weiterführenden Erläuterungen zur aktuellen Konzernplanung und zum Erlöspotenzial aus Leistungsschutzrechten für Presseerzeugnisse (Teilnehmende Parteien: S1MAG (Vorstand), Ebner Stolz / Mazars)
- 7. September 2021: Videokonferenzen mit Erläuterungen zur Aktualisierung des Forecast 2021 sowie zu neuen Angeboten im Digitalbereich (Teilnehmende Parteien: S1MAG (Vorstand, Business Development), Ebner Stolz / Mazars)
- 8. September 2021: Videokonferenzen mit Erläuterungen zu laufenden Rechtsstreitigkeiten und zur Steuerplanung (Teilnehmende Parteien: S1MAG (Recht, Steuern), Ebner Stolz / Mazars)
- 16. September 2021: Videokonferenz zur Besprechung der uns vorgelegten Planzahlen der Highlight (Teilnehmende Parteien: Highlight, Ebner Stolz / Mazars)

Diese Videokonferenzen wurden ergänzt durch weitere telefonische Abstimmungen mit Vertretern der Sport1 Medien-Gruppe und Ebner Stolz, in denen die Erkenntnisse aus den vorgenannten Gesprächen vertieft wurden. Darüber hinaus wurden uns von der Bewertungsgutachterin im Laufe unserer Arbeiten Auszüge ihres Bewertungsmodells mit jeweils unterschiedlichen Bearbeitungsständen bereitgestellt und in begleitenden Videokonferenzen erläutert.

Unsere Unterlagenanforderungen an die Sport1 Medien-Gruppe und Ebner Stolz wurden im Rahmen des Prüfungsprozesses sukzessive vervollständigt. Zudem haben wir in diesem Zeitraum unsere eigenen Analysen zu Kapitalmarktparametern und zum Branchenumfeld der S1MAG durchgeführt.

Das Bewertungsgutachten von Ebner Stolz wurde uns in der finalen Fassung mit Datum vom 25. Oktober 2021 vorgelegt.

Abschließend haben wir den vorliegenden Bericht über unsere Prüfung in unseren Geschäftsräumen in Hamburg verfasst.

Während des gesamten Prüfungsprozesses wurden regelmäßig im Rahmen von Videokonferenzen Statusgespräche zum Stand der Arbeiten, zur Abstimmung der weiteren Schritte und des Gesamtzeitplans zwischen Ebner Stolz und Mazars durchgeführt.

Unsere Prüfungstätigkeiten endeten vorläufig mit der Übergabe unseres Prüfungsberichts an die S1MAG und die Highlight am 26. Oktober 2021.

Unser Prüfungszeitraum erstreckte sich damit mit Unterbrechungen über 11 Wochen. Dieser Zeitraum war ausreichend für eine sachgerechte Prüfungsdurchführung.

IV. Qualifikation der eingesetzten Mitarbeiter

Die Leitung unserer Prüfung wurde von den Herren Dr. Thoralf Erb und Torben Hofmayer durchgeführt. Unterzeichner des Prüfungsberichts sind die Herren Wirtschaftsprüfer Torben Hofmayer und Wirtschaftsprüfer/Steuerberater Hendrik Heuer. Herr Dr. Erb und Herr WP Hofmayer sind Partner des Geschäftsbereichs Financial Advisory (im Folgenden „FA“) und verfügen jeweils über mehr als 15 Jahre Erfahrung in der Unternehmensbewertung und der Betreuung von Barabfindungsprüfungen. Herr WP/StB Heuer ist Senior Manager im Geschäftsbereichs Financial Advisory und seit mehr als 10 Jahren in diesem Bereich tätig.

Weitere Mitglieder des Prüfungsteams waren Frau Jacqueline Wendel, Frau Alena Hartung und Frau Alessa Rickert. Sie verfügen über teilweise langjährige und umfangreiche Erfahrungen in der Unternehmensbewertung, u.a. in der Medienbranche sowie in der Durchführung von Barabfindungsprüfungen.

B. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Sätze 2 und 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG

1. Vorbemerkungen

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 293e AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung zu prüfen. Der Umfang der Prüfung ergibt sich aus § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Sätze 2 und 3 AktG. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung abzuschließen, ob die vorgeschlagene Abfindung angemessen ist.

Der von Ebner Stolz ermittelte Unternehmenswert der S1MAG beträgt € 1,96 je Aktie. Die Ergebnisse der Bewertung sind durch Ebner Stolz in der gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der S1MAG zum 14. Dezember 2021 vom 25. Oktober 2021 dargestellt. Der von der Bewertungsgutachterin auf der Grundlage von Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg für einen Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens ermittelte Durchschnittskurs beläuft sich auf € 2,30. Durch Highlight wurde basierend auf dem Aktienkurs im Freiverkehr eine Barabfindung i.H.v. € 2,30 je Aktie festgelegt.

2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode

Nach § 327b Abs. 1 AktG muss die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Aktienübertragung berücksichtigen. Daher ist im vorliegenden Fall der 14. Dezember 2021 als geplanter Termin der Hauptversammlung als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt worden. Angemessen ist eine Abfindung zum vollen Wert des Anteils am Unternehmen. Der Ausscheidende soll das erhalten, was seine gesellschaftliche Beteiligung am inneren Wert des Unternehmens in seiner Gesamtheit wert ist (BVerfGE 14, 263, 284 vom 7. August 1962 sowie BVerfGE 100, 289ff. vom 27. April 1999).

Die bei der Bewertung zugrunde gelegte Methodik ist von der Prüferin auf Geeignetheit zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung zu überprüfen. Da im § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG keine maßgebliche Bewertungsmethode enthalten ist und auch sonst keine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen besteht, ist zu untersuchen, ob die verwendete Bewertungsmethodik grundsätzlich den durch die Betriebswirtschaftslehre und den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer als richtig anerkannten und auch von der Rechtsprechung akzeptierten Bewertungsregeln entspricht.

Infrage kommende Bewertungsmethoden

Die in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung heute als gesichert geltenden Bewertungsgrundsätze und -methoden sind in der Literatur und in der Verlautbarung des IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ niedergelegt worden.

Gemäß IDW S 1 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens danach als Barwert der zukünftig erwarteten ausschüttungsfähigen Überschüsse, wobei die Unternehmenssubstanz erhalten bleiben muss **(Ertragswertverfahren)**. Dem Wert des betriebsnotwendigen Vermögens ist der Wert eines ggf. vorhandenen nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen. Als dem Ertragswertverfahren gleichgestellte Alternative kann nach den Regelungen des IDW S 1 auch ein **Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren** zum Einsatz kommen. DCF-Verfahren basieren als ebenfalls zahlungsstrombasierte Methoden der Unternehmensbewertung auf der gleichen theoretischen Grundlage wie das Ertragswertverfahren. In beiden Fällen wird der Barwert zukünftiger finanzieller Überschüsse ermittelt. DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren führen daher bei übereinstimmenden Prämissen zum gleichen Ergebnis. Im Fall eines auf die Erzielung finanzieller Überschüsse angelegten Geschäftsmodells des Bewertungsobjekts stellt daher das Ertragswertverfahren bzw. ein DCF-Verfahren das sachgerechte Vorgehen der Unternehmensbewertung dar. Die S1MAG ist auf ein solches Geschäftsmodell ausgerichtet.

Alternativ kann unter bestimmten Voraussetzungen eine Bewertung der zum Bewertungsstichtag vorhandenen betrieblichen Substanz gegenüber der an zukünftigen Zahlungsströmen orientierten Vorgehensweise beim DCF- oder Ertragswertverfahren das wertbestimmende Verfahren zur Ermittlung eines Unternehmenswertes darstellen. Infrage kommen dabei grundsätzlich die Ermittlung eines Substanzwerts und eines Liquidationswerts.

Eine Ermittlung des **Substanzwerts** unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum „Rekonstruktionswert“ des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Kundenstamm, Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen einen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts eines fortzuführenden Unternehmens, nämlich nur in solchen Fällen, in denen er das für die Höhe des Unternehmenswertes relevante Kalkül von Investoren reflektiert (dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Leistungserstellung eines Unternehmens und nicht die Erzielung von finanziellen Überschüssen für die Anteilseigner im Vordergrund steht, so z.B. bei Unternehmen der öffentlichen Daseinsvorsorge, hierbei allerdings auch nur aus der Perspektive von primär an der Leistungserstellung interessierten bzw. zu dieser verpflichteten Investoren). Im Fall der S1MAG lag ein solcher Ausnahmefall nicht vor, da das Unternehmen erwerbswirtschaftlich geprägt und primär auf die Erzielung von finanziellen Überschüssen ausgerichtet ist. Folglich entfaltet der Substanzwert im vorliegenden Fall keine Relevanz.

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens (bzw. ggf. auch einzelne Unternehmensteile) gesondert zu veräußern, ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, der **Liquidationswert**, als wertbestimmend zu berücksichtigen. Die Bewertungsgutachterin hat auf eine gesonderte detaillierte Ermittlung des Liquidationswerts verzichtet, da überschlägige Betrachtungen ausgehend vom bilanziellen Konzerneigenkapital zeigten, dass der nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert deutlich oberhalb des überschlägig geschätzten Liquidationswerts lag. Zudem sind keine anderen Gründe wie z.B. besondere rechtliche Vorgaben für eine tatsächliche Liquidation oder Zerschlagung der S1MAG ersichtlich. Auch nach unserer eigenen Einschätzung des Liquidationswertes liegt dieser signifikant unterhalb des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswertes.

Angewandte Bewertungsmethode, Abfindungsuntergrenze und Plausibilisierungsmaßstäbe

Bei der Bewertung durch Ebner Stolz wurden die im IDW S 1 enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen beachtet. Dementsprechend wurde die Ermittlung des Unternehmenswerts der S1MAG vorliegend nach dem im IDW S 1 niedergelegten **Ertragswertverfahren** durchgeführt. Da das Ertragswertverfahren in der betriebswirtschaftlichen Literatur, der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis als maßgebliches Verfahren zur Bewertung von Unternehmen anerkannt ist und bei der S1MAG kein Sonderfall vorliegt, der die Anwendung eines substanzorientierten Bewertungsverfahrens nahelegt, halten wir das gewählte methodische Vorgehen für sachgerecht und haben es auch unserer eigenen Bewertung zugrunde gelegt.

Den Berufsstandards folgend, wurde der Unternehmenswert auf Basis der so genannten **Multiplikatormethode** einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Bei dieser Methode wird der Unternehmenswert aus bekannten Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Dies können sowohl Börsenkurse (Comparable Public Company Method) oder auch erzielte Kaufpreise aus Transaktionen in jüngerer Vergangenheit (Recent Acquisitions Method) sein. Die Multiplikatorverfahren erlauben in der Regel jedoch nur eine grobe Annäherung an einen möglichen Marktwert des betrachteten Unternehmens, da die spezifischen wirtschaftlichen Verhältnisse des Bewertungsobjekts nicht vollständig berücksichtigt werden. Gleichwohl kann ein signifikantes Missverhältnis zwischen den Bandbreiten an Unternehmenswerten, wie sie sich auf Basis des Multiplikatoransatzes ergeben, und dem ermittelten Ertragswert Hinweise auf möglicherweise nicht sachgerechte Prämissen im Rahmen der Ertragsbewertung geben. Sowohl die Bewertungsgutachterin Ebner Stolz als auch wir haben entsprechend eine Multiplikatoranalyse durchgeführt.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27. April 1999, BVerfGE 100, 289ff.) darf die volle Entschädigung für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags oder im Fall einer Eingliederung nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen, welcher bei börsennotierten Unternehmen unter Berücksichtigung des **Börsenkurses** zu ermitteln ist. Angesichts der Vergleichbarkeit der Regelungen des § 327b Abs. 1 AktG mit denen des § 305 Abs. 3 AktG wird die Rechtsprechung des BVerfG auf die Rechtsprechung zur Bemessung der Barabfindung im Fall der auszuschließenden Minderheitsaktionäre gemäß § 327a AktG übertragen.

Die Aktie der S1MAG wird seit dem Delisting im Herbst 2019 lediglich im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Die Frage, ob eine Freiverkehrsnotierung als Börsenkurs im Sinne o.g. Entscheidung des BVerfG zu werten ist, wurde in neueren Gerichtsentscheidungen (vgl. OLG Hamburg vom 07.09.2020, 13 W 122/20, NZG 2021, S. 29, LG Hamburg (3. Kammer für Handelssachen, Beschluss vom 17. Februar 2020, AktZ. 403 HKO 144/18, Rn. 55; OLG Stuttgart (20. Zivilsenat) Beschluss vom 26. Juni 2019, AktZ. 20 W 27/18, S. 17)) bejaht. Dies gilt zumindest dann, wenn keine konkreten Anhaltspunkte bestehen, dass öffentlich zugängliche Informationen über das betreffende Unternehmen im relevanten Zeitraum nicht oder nur unzureichend in den Börsenkurs eingeflossen sind. Entsprechend hat die Bewertungsgutachterin Untersuchungen angestellt, um festzustellen, ob der Börsenkurs der S1MAG für die Bemessung der Barabfindung maßgeblich ist. Bezüglich der Ergebnisse unserer Prüfung zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses verweisen wir auf Abschnitt C.V. in Anlage 1 „Prüfungsfeststellungen im Einzelnen“ dieses Berichts.

Vom herrschenden Unternehmen tatsächlich gezahlte Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft (**Vorerwerbspreise**) sind nach höchstrichterlicher Rechtsprechung bei der Bewertung des Unternehmens nicht zu berücksichtigen.

3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund der von uns vorgenommenen Überprüfungen der Bewertungsergebnisse der von der Highlight mit Unterstützung von Ebner Stolz erstellten Unternehmensbewertung und unseren eigenen Analysen und Berechnungen zu den wesentlichen Prämissen und Parametern der Bewertung sowie nach Durchsicht des Übertragungsberichtes stellen wir fest, dass im Rahmen unserer Prüfung keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne der §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Nr. 3 AktG bei der Bewertung der S1MAG aufgetreten sind.

II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen und Ergebnis der Prüfung

Die Feststellungen und Ergebnisse unserer nach berufsüblichen Grundsätzen durchgeführten Prüfung sind in der Anlage 1 „Prüfungsfeststellungen im Einzelnen“ dargestellt, die Bestandteil dieses Prüfungsberichts ist.

Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert je Aktie bezogen auf die Gesamtanzahl der Aktien beträgt € 1,96. Die von der Highlight festgesetzte Barabfindung beträgt € 2,30 je Aktie. Die Barabfindung basiert auf dem gewichteten durchschnittlichen Aktienkurs der S1MAG von € 2,30 je Aktie zum Stichtag 28. Juni 2021 (Tag vor dem Datum der Bekanntgabe der Maßnahme).

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir Analysen und eine eigene Bewertung der S1MAG zur Plausibilisierung der von der Bewertungsgutachterin verwendeten Ansätze und Prämissen sowie zur ganzheitlichen Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung vorgenommen.

Durch Anwendung des Multiplikatorverfahrens als alternative Bewertungsmethode haben wir überprüft, inwiefern die hierbei ermittelten Werte Hinweise auf mögliche Unplausibilitäten der Ertragswertermittlung geben. Der Ertragswert der S1MAG liegt oberhalb der von uns ermittelten Bandbreite von Multiplikatorwerten. Es ergibt sich entsprechend kein Hinweis auf eine fehlende Plausibilität des errechneten Ertragswerts.

Wir haben ferner überprüft, ob sich aus dem Börsenkurs der S1MAG eine Wertuntergrenze ergibt, die oberhalb der festgelegten Barabfindung liegt. Dabei zeigte sich, dass der Freiverkehrskurs der Aktien der S1MAG für die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorliegend relevant ist und daher die Wertuntergrenze der Barabfindung darstellt.

III. Festgelegte Barabfindung

Die festgelegte Barabfindung beläuft sich auf € 2,30 je Aktie. Wir halten die festgelegte Abfindung je Aktie auf Basis unserer in Anlage 1 im Einzelnen dargelegten Prüfungsfeststellungen zum heutigen Zeitpunkt für angemessen.

Nach § 327b Abs. 1 AktG muss die festgelegte Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Sollten sich daher in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung (26. Oktober 2021) und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der S1MAG über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre voraussichtlich am 14. Dezember 2021 wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der S1MAG ergeben, die zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts je Aktie über die festgelegte Barabfindung hinaus führen würden, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

C. SCHLUSSBEMERKUNG

Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der Barabfindung geprüft.

Die Minderheitsaktionäre erhalten gemäß § 327a AktG eine angemessene Barabfindung. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG im Rahmen des Squeeze-out zu prüfen.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 327c Abs. 2 AktG i.V.m. § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Sport1 Medien AG, Ismaning in Höhe von € 2,30 je Aktie angemessen."

Hamburg, 26. Oktober 2021

Mazars GmbH & Co KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft • Steuerberatungsgesellschaft WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT SIEGEL Hamburg

Torben Hofmayer
Wirtschaftsprüfer

Hendrik Heuer
Wirtschaftsprüfer/Steuerberater

ANLAGE 1: PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsverfahren

Die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde durch Ebner Stolz nach dem im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertverfahren durchgeführt. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich danach als Barwert der erwarteten zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Flow-to-Equity) zuzüglich des Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Dabei werden auch die Einflüsse von Tochtergesellschaften und anderen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht, auf die Überschüsse und den inneren Wert des bewerteten Unternehmens berücksichtigt. Die Anwendung dieser Methode ist sachgerecht, da es sich um eine nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannte Methode handelt, die sich auch in der Rechtsprechung zur üblichen Praxis entwickelt hat. Die Ertragswertmethode ist bei der Ermittlung der Barabfindung sachgerecht angewandt worden.

Im Rahmen unserer Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung haben wir die der Unternehmenswertermittlung durch Ebner Stolz zugrundeliegenden Parameter plausibilisiert und anhand eines eigenen Bewertungsmodells nachvollzogen. Daneben haben wir als weitere Methoden die aus dem Multiplikatorverfahren resultierende Wertbandbreite herangezogen und zudem die Börsenbewertung analysiert. Auch die Frage nach der Relevanz des Börsen- bzw. Freiverkehrskurses für die Angemessenheit der Barabfindung haben wir in unsere Analyse einbezogen.

Die Bewertungsgutachterin hat auf eine detaillierte Ermittlung des Liquidationswerts verzichtet, da überschlägige Betrachtungen, ausgehend vom bilanziellen Konzern-eigenkapital, einen Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts ergeben. Wir haben ebenfalls eigene Überlegungen zur Relevanz des Liquidationswerts angestellt. Das auf die Aktionäre der S1MAG entfallende Konzerneigenkapital nach IFRS liegt zum 31.12.2020 bei € 49,2 Mio. (bei einer Bilanzsumme von € 87,6 Mio.) und damit ganz erheblich unterhalb des Ertragswerts. Die langfristigen Vermögenswerte entfallen in wesentlichem Umfang auf Goodwill (€ 8,7 Mio.) und Nutzungsrechte aus Leasingverträgen nach IFRS 16 (€ 13,9 Mio.). Der Goodwill könnte lediglich bei einer Veräußerung des operativen Geschäfts der Sport1 GmbH als Ganzes realisiert werden, sodass im Liquidationsfall von keinem wesentlichen Wertbeitrag auszugehen ist. Bei den Nutzungsrechten ist zumindest nicht von der Existenz stiller Reserven auszugehen. Auch im übrigen langfristigen immateriellen und Sachanlage-vermögen sind keine stillen Reserven zu erwarten. Die als sonstige finanzielle Vermögenswerte ausgewiesenen Beteiligungen weisen insgesamt geringe stille Reserven auf (s.a. Abschnitt III.A.I.1.9), die aber keinen signifikanten Werteinfluss haben. Aus einer Liquidation des kurzfristigen Vermögens ließen sich unserer Einschätzung nach bestenfalls die Buchwerte erzielen; umgekehrt wäre auf der Seite der lang- und kurzfristigen Schulden neben den bilanzierten Verbindlichkeiten auch mit Liquidationsbelastungen in Zusammenhang mit dem erforderlichen Mitarbeiterabbau und potenziellem Sozialplanaufwand zu rechnen. Hinzu kämen Kosten der Liquidationsabwicklung.

Da der Ertragswert der S1MAG oberhalb des Buchwerts des Eigenkapitals der S1MAG und der Liquidationswert aus oben genannten Gründen eher noch unterhalb des Buchwerts des Eigenkapitals liegt, besteht auf Grundlage unserer Analysen hier kein Anwendungsfall für den Liquidationswert als Wertuntergrenze.

II. Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt ist die S1MAG unter Einbeziehung ihrer Tochterunternehmen und der weiteren von ihr an anderen Unternehmen gehaltenen Beteiligungen (nachfolgend „Sport1 Medien-Gruppe“). Ein Organigramm der Gruppe ist unter Berücksichtigung der wesentlichen Gesellschaften im nächsten Abschnitt vereinfacht dargestellt.

Der Unternehmenswert der S1MAG wurde durch Ebner Stolz auf Basis von Konzernfinanzzahlen der Sport1 Medien-Gruppe ermittelt, da dieses Vorgehen am besten an die Planungsmethodik der S1MAG anschließt. Soweit Minderheitenbeteiligungen durch konzernfremde Anteilseigner an vollkonsolidierten Tochtergesellschaften bestehen, wurden die Ergebnisanteile dieser nicht in die Wertableitung einbezogen. Dies betrifft vorliegend die Beteiligungen an der Match IQ GmbH und deren Tochter Event IQ GmbH, an denen die S1MAG mittelbar jeweils 50,1% der Kapitalanteile hält, so dass diese im Konzernabschluss der S1MAG vollkonsolidiert werden und entsprechend vollständig für die Konzernplanung zu berücksichtigen waren. Die geplanten Ergebnisanteile der außenstehenden Gesellschafter dieser Gesellschaften wurden bei der Ermittlung des Konzernergebnisses korrigiert und sachgerecht nicht in die Bewertung der S1MAG einbezogen. Auf diese Weise wurde sichergestellt, dass neben der S1MAG auch alle weiteren Unternehmen der Sport1 Medien-Gruppe mit ihrer vollen Ertragskraft, soweit sie auf die S1MAG als Anteilseigner entfällt, in den ermittelten Unternehmenswert einfließen.

Das Bewertungsobjekt wurde durch die Bewertungsgutachterin damit zutreffend abgegrenzt. Wir sind in unserer eigenen Unternehmensbewertung ebenfalls auf diese Weise vorgegangen.

1. Rechtliche Grundlagen

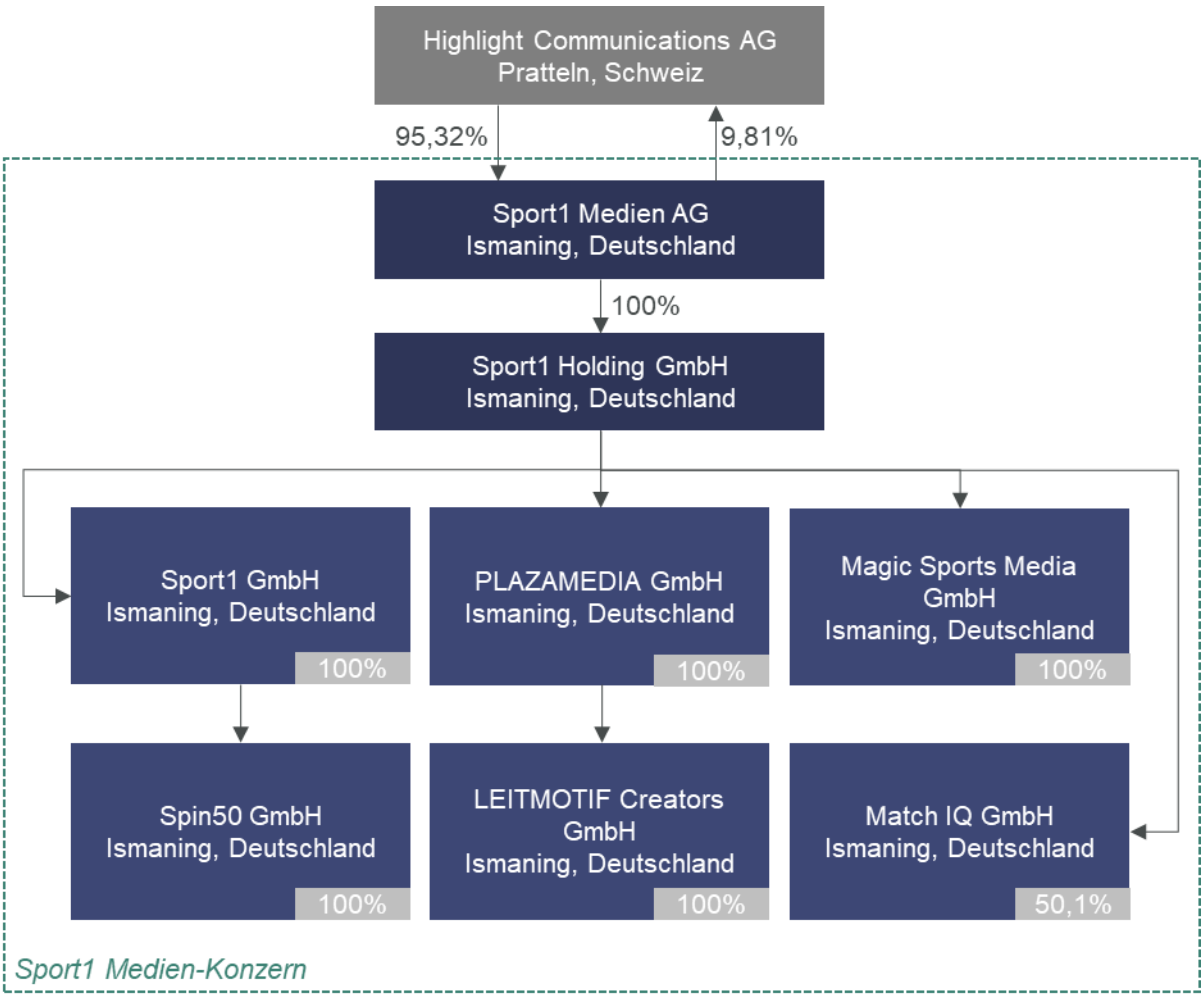
Die S1MAG hat ihren Sitz in Ismaning (Deutschland) und ist in das Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 148760 eingetragen. Die Satzung in der derzeit gültigen Fassung datiert vom 24. Juli 2019. Das Geschäftsjahr der S1MAG entspricht dem Kalenderjahr.

Die ordentliche Hauptversammlung der Constantin Medien AG hat am 24. Juli 2019 beschlossen, die Firma der Gesellschaft mit Wirkung zum 1. Januar 2020 in Sport1 Medien AG zu ändern. Dieser Beschluss wurde am 2. Januar 2020 in das Handelsregister eingetragen, sodass die Gesellschaft seither unter „Sport1 Medien AG“ firmiert.

Das Grundkapital der S1MAG beläuft sich ausweislich des Handelsregisterauszugs vom 20. September 2021 auf einen Betrag von € 93.600.000,00, eingeteilt in 93.600.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von € 1,00 je Aktie. Auskunftsgemäß ergaben sich bis zum Tag unserer Berichterstattung keine Änderungen. Beschränkungen, die die Übertragung von Aktien betreffen, sind uns nicht bekannt.

Die Aktien der S1MAG waren bis zum Delisting im September 2019 im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Im September 2019 kam es zu einem Delisting der Aktien der S1MAG, im Rahmen dessen die Highlight als Hauptaktionärin ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Erwerb der Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung von € 2,30 je Stückaktie unterbreitet hatte. Seither werden die Aktien der S1MAG im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Die Highlight hielt zum Zeitpunkt des Verlangens des Squeeze-out am 29. Juni 2021 89.102.274 Aktien der S1MAG und war somit im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG Hauptaktionärin mit einem Anteil von 95,195%. Zum Ende unserer Prüfungsarbeiten gehören der Highlight 89.218.269 Aktien. Dies entspricht einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von rd. 95,32%.

Die Geschäftstätigkeit der S1MAG als international agierendes Medienunternehmen umfasst vornehmlich, wenn auch nicht ausschließlich, die Sportberichterstattung. Zu den wesentlichen operativen Tochtergesellschaften der S1MAG zählen die Sport1 GmbH, die PLAZAMEDIA GmbH, die Magic Sports Media GmbH, die Match IQ GmbH und LEITMOTIF Creators GmbH (alle mit Sitz in Ismaning). Diese Gesellschaften hält die S1MAG jeweils zu 100% bzw. im Fall der Match IQ GmbH zu 50,1% mittelbar über die 100%-Tochtergesellschaft Sport1 Holding GmbH (vormals Constantin Sport Holding GmbH). Alle Tochterunternehmen werden im Konzernabschluss der S1MAG vollkonsolidiert.



Quelle: Konzernchart 30.06.2021

Die S1MAG fungiert als konzernleitende Holding, der die strategische Steuerung des Konzerns obliegt. In den Bereichen Finanzen, Rechnungswesen, Controlling, Interne Revision, Kommunikation, Personal und Recht erbringt die S1MAG konzerninterne Dienstleitungen. Sie selbst verfügt über keine eigene nach außen gerichtete operative Geschäftstätigkeit.

Im Geschäftsjahr 2020 waren bei der Sport1 Medien-Gruppe durchschnittlich insgesamt 497 Mitarbeiter (inklusive der freien Mitarbeiter) beschäftigt.

Mit Wirkung zum Geschäftsjahr 2021 besteht ein Ergebnisabführungsvertrag und eine ertragsteuerliche Organschaft zwischen der S1MAG als Organträgerin und der Sport1 Holding GmbH als Organgesellschaft. Daneben bestehen Ergebnisabführungsverträge und ertragsteuerliche Organschaften zwischen der Sport1 Holding GmbH als Organträgerin mit u. g. Unternehmen der Sport1 Medien-Gruppe als Organgesellschaften. Hierbei wird die LEITMOTIF Creators GmbH aufgrund eines mit der PLAZAMEDIA GmbH bestehenden Ergebnisabführungsvertrags in die ertragsteuerliche Organschaft der Sport1 Holding GmbH einbezogen.

- Sport1 GmbH
- PLAZAMEDIA GmbH
- Magic Sports Media GmbH
- LEITMOTIF Creators GmbH

Demnach handelt es sich bei der Spin50 GmbH sowie der Match IQ GmbH nicht um Organgesellschaften.

Zudem hält die S1MAG eine (Rück-)Beteiligung von rund 9,81% an ihrer Muttergesellschaft, der Highlight. Diese vereint als Strategie- und Finanzholding operative Tätigkeiten in den Segmente Sport, Film sowie Sport- und Event-Marketing.[1]

2. Wirtschaftliche Grundlagen

Die S1MAG inklusive ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen ist ein international agierendes Medienunternehmen, das die gesamte Wertschöpfungskette des Bereichs Sportberichterstattung abdeckt. Unter der 360°-Marke SPORT1 sind TV-, Online-, Mobile-, Audio-, Social-Media- und Print-Aktivitäten vereint. Zum Portfolio gehören unter anderem der Free-TV-Sender SPORT1, die Pay-TV-Sender SPORT1+ und eSPORTS1, die in Deutschland, Österreich und der Schweiz auf verschiedenen Plattformen angeboten werden, sowie der paneuropäische Pay-TV-Sender eSportsONE. Darüber hinaus ist die S1MAG nach eigenen Angaben ein führender Content-Solution-Provider im Sport- und Entertainment-Bereich und bietet auch Beratungs- und Vermarktungsdienstleistungen für Unternehmen, Sportverbände, -ligen und -vereine.

In der gutachtlichen Stellungnahme von Ebner Stolz werden die Geschäftstätigkeit der S1MAG und ihrer operativen Tochtergesellschaften sowie die wesentlichen Erlösquellen ausführlich erörtert. Dies gilt auch hinsichtlich der Ausführungen zu den wesentlichen Trends im relevanten Markt- und Wettbewerbsumfeld der S1MAG. Von der Nachvollziehbarkeit und Richtigkeit dieser Darstellung haben wir uns auf Basis der von der Bewertungsgutachterin zur Verfügung gestellten Informationen, öffentlich verfügbaren Informationen sowie im Rahmen der von uns durchgeführten Management-Interviews mit der Sport1 Medien-Gruppe überzeugt. Von einer eigenen Darstellung der wirtschaftlichen Grundlagen des Bewertungsobjekts sehen wir in unserem Prüfbericht daher ab.

[1] *Für weitere Details zur Geschäftstätigkeit der Highlight siehe auch Abschnitt 1.9.*

III. Ertragswert der S1MAG

1. Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse

1.1 Vergangenheitsanalyse der Vermögenslage

Einen Überblick über die konsolidierte Vermögenslage der S1MAG nach IFRS für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 geben die nachfolgenden Übersichten. Die Aktiva stellen sich wie folgt dar:

S1MAG | Konzern-Bilanz | Aktiva			
T€	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020
Immaterielle Vermögenswerte	4.227	4.785	5.440
Geschäfts- und Firmenwerte	8.710	8.710	8.710
Sachanlagen	10.302	5.414	4.917
Nutzungsrechte	-	11.087	13.948
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	31.292	26.681	25.016
Latente Steueransprüche	10	633	758
Langfristige Vermögenswerte	**54.541**	**57.310**	**58.789**
Vorräte	129	129	133
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen	18.643	24.341	20.344
Vertragsvermögenswerte	4.202	2.660	2.455
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	-	12	21
Forderungen aus Ertragssteuern	85	172	33
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	13.438	11.406	5.874
Kurzfristige Vermögenswerte	**36.497**	**38.720**	**28.860**
Summe Aktiva	**91.038**	**96.030**	**87.649**

Quelle: Konzernabschlüsse

Die immateriellen Vermögenswerte setzen sich aus entgeltlich erworbenen (etwa erworbenes Programmvermögen im Bereich Dokutainment) und selbst erstellten immateriellen Vermögenswerten (etwa Eigenleistungen bei digitalen Produkten) sowie geleisteten Anzahlungen zusammen. Der wesentliche Teil des Geschäfts- oder Firmenwertes entfällt auf die Sport1 GmbH.

Sachanlagen beinhalten vorrangig technische Anlagen und Maschinen sowie in geringerem Maße Betriebs- und Geschäftsausstattung und Mietereinbauten. Die S1MAG mietet, pachtet und least Büros, Lagerräume, Fahrzeuge und Einrichtungen. Seit dem 1. Januar 2019 hat der Konzern für diese Leasingverhältnisse (gemäß IFRS 16) Nutzungsrechte angesetzt, mit Ausnahme von kurzfristigen Leasingverhältnissen sowie von Leasingverhältnissen mit geringem Wert. Korrespondierend hierzu werden auf der Passivseite Leasingverbindlichkeiten bilanziert. Die Nutzungsrechte betreffen im Wesentlichen das PLAZAMEDIA Bürogebäude und Sendezentrum sowie dessen Ausstattung, das Bürogebäude der Sport1 GmbH und ein Blockheizkraftwerk. Die Zunahme der Nutzungsrechte zum 31. Dezember 2020 ist auf einen neuen Mietvertrag für das Blockheizkraftwerk und auf neue Leasingverträge für die Erweiterung des Sendezentrums zurückzuführen.

Die sonstigen langfristigen finanziellen Vermögenswerte betreffen zum 31. Dezember 2020 fast ausschließlich die Beteiligung an der Highlight, an der die S1MAG 9,81% der Aktien hält. Der Rückgang der sonstigen langfristigen finanziellen Vermögenswerte im Betrachtungszeitraum ist vorrangig auf Wertminderungen der Anteile an der Highlight zurückzuführen.

Sämtliche bilanzierten Beteiligungen werden zum Bilanzstichtag zum beizulegenden Zeitwert mit Wertänderungen über das sonstige Ergebnis (Fair Value through Other Comprehensive Income (FVOCI)) bilanziert. Wertminderungen weiterer Beteiligungen (von rd. € 0,7 Mio.) sowie der Verkauf kleinerer Beteiligungen trugen ebenso zum Rückgang der sonstigen langfristigen Vermögenswerte bei.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen umfassen vorrangig Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gegen Dritte, Forderungen aus Gegengeschäften und Rechnungsabgrenzungsposten. Der Anstieg des Postens zum 31. Dezember 2019 lag im Wesentlichen in der Entwicklung der beiden letztgenannten Posten begründet, wohingegen der Rückgang zum 31. Dezember 2020 u.a. auf einen Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gegen Dritte zurückzuführen ist. Bei den Vertragsvermögenswerten handelt es sich hauptsächlich um erbrachte Dienstleistungen, welche noch nicht abgerechnet wurden bzw. werden konnten.

Zu den Bilanzstichtagen enthalten die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente nur Bankguthaben und Kassenbestände. Der rückläufige Trend ist im Wesentlichen auf die negative Cashflow-Entwicklung im betrachteten Vergangenheitszeitraum zurückzuführen.

Die Passiva stellen sich wie folgt dar:

S1MAG | Konzern-Bilanz | Passiva			
T€	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020
Gezeichnetes Kapital	93.600	93.600	93.600
Kapitalrücklage	(75.283)	(75.283)	(75.283)
Andere Rücklagen	34.620	29.179	28.313
Kumuliertes übriges Eigenkapital	(60)	(4.001)	(5.237)
Gewinnvortrag	11.392	12.491	11.805
Ergebnisanteil Anteilseigner	(4.342)	(1.535)	(4.000)
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	223	102	(73)
Eigenkapital	**60.150**	**54.553**	**49.125**
Leasingverbindlichkeiten	829	6.875	7.530
Sonstige Verbindlichkeiten	85	86	87
Latente Steuerschulden	1.533	639	758
Langfristige Schulden	**2.447**	**7.600**	**8.375**
Finanzverbindlichkeiten	14	12	-
Leasingverbindlichkeiten	204	3.963	5.395
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen und sonst.Verbindlichkeiten	19.444	21.795	19.045
Vertragsverbindlichkeiten	2.756	3.701	3.090
Rückstellungen	5.847	4.202	2.619
Ertragssteuerschulden	176	204	-
Kurzfristige Schulden	**28.441**	**33.877**	**30.149**
Summe Passiva	**91.038**	**96.030**	**87.649**

Quelle: Konzernabschlüsse

Im Betrachtungszeitraum reduzierte sich das Eigenkapital der S1MAG sowohl durch die defizitäre Ergebnisentwicklung als auch durch Wertberichtigungen der Beteiligungen. Die langfristigen Schulden entfallen vorrangig auf Leasingverbindlichkeiten. Zum 31. Dezember 2018 handelte es sich sowohl bei den kurz- als auch den langfristigen Leasingverbindlichkeiten ausschließlich um Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasingverhältnissen. Die Zunahme der kurz- und langfristigen Leasingverhältnisse zum 31. Dezember 2019 ist hauptsächlich auf die Erstanwendung von IFRS 16 Leasingverhältnisse zurückzuführen. Analog zur Entwicklung der Nutzungsrechte auf der Aktivseite stiegen die Leasingverbindlichkeiten zum 31. Dezember 2020 ebenso an.

Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten entfallen im Wesentlichen auf Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegen Dritte, ausstehende Rechnungen und Verbindlichkeiten aus Provisionen und Lizenzen. Bei den Vertragsverbindlichkeiten handelt es sich grundsätzlich um bereits erhaltene Gegenleistungen von Kunden, gegenüber denen die S1MAG ihre Leistungsverpflichtung noch nicht erfüllt hat. Die Vertragsverbindlichkeiten beinhalten insbesondere auch Verbindlichkeiten für Naturalrabatte.

Rückstellungen wurden im Betrachtungszeitraum primär für Prozessrisiken, personalbezogene Sachverhalte sowie Garantien und Leistungsverpflichtungen gebildet.

Der S1MAG stehen eine bis zum 30. April 2022 garantierte Betriebsmittelkreditlinie in Höhe von T€ 7.000 und Avallinien zur Verfügung. Zum 31. Dezember 2020 waren vier Millionen Highlight-Aktien als Sicherheiten für die Betriebsmittelkredit- und Avallinie hinterlegt. Im laufenden Geschäftsjahr 2021 hat die S1MAG zusammen mit der Sport1 GmbH und der PLAZAMEDIA GmbH ihre Avallinien neu strukturiert. In diesem Zuge wurde die bestehende Avallinie von € 7 Mio. auf rd. € 2,4 Mio. reduziert. Neu wurde eine Avallinie für die DFL-Bundesligarechte von rd. € 14,6 Mio. mit Laufzeit bis Ende Juni 2025 aufgenommen. Für letztere stellt die LfA Bürgschaftsbank Bayern eine 90%-ige Ausfallbürgschaft mit einem Volumen von € 10 Mio. Als Sicherheiten für die neue Avallinie wurden die restlichen 2.182.518 Aktien der Highlight sowie eine Globalzession der Forderungen von der Sport1 GmbH und der PLAZAMEDIA GmbH aus Warenlieferungen und Leistungen gegen Drittschuldner hinterlegt. Sowohl für die Betriebsmittelkreditline als auch für die Avallinien haften die S1MAG, die Sport1 GmbH und die PLAZAMEDIA GmbH gesamtschuldnerisch. Zudem hat die Spin50 GmbH einen Schuldbeitritt für die neue Avallinie erklärt. Für die neue Avallinie müssen finanzielle und nicht finanzielle Covenants eingehalten werden. Diese beinhalten die Verpflichtung der S1MAG, während der Laufzeit des Avalrahmens (bis zum Jahr 2025) von Ausschüttungen an ihre Gesellschafter, insbesondere von Dividenden, abzusehen und ihrer Hauptversammlung keine Beschlüsse über die Ausschüttung von Dividenden vorzuschlagen. Ferner hat die Gesellschaft dafür zu sorgen, dass ihre Aktionäre während der Laufzeit des Avalrahmens auf Ausschüttungen verzichten. Auch schränkt die Commerzbank die Inanspruchnahme der Betriebsmittelkreditlinie ab dem 1. Januar 2022 auf eine jahresdurchschnittliche Inanspruchnahme von € 3,5 Mio. ein.

Im August 2021 hat die S1MAG eine Vereinbarung betreffend einer Kreditzusage seitens der Highlight als direkter Mehrheitsgesellschafterin abgeschlossen. Diese unwiderrufliche Kreditzusage hat ein Volumen von € 3,0 Mio. und eine Laufzeit bis zum 30. September 2022.

Gemäß Konzernabschluss bestanden zum 31. Dezember 2020 keine Eventualverbindlichkeiten. Die Abnahmeverpflichtungen für Lizenzen beliefen sich zum 31. Dezember 2020 auf T€ 139.509 für Ausstrahlungs- und Übertragungsrechte der Sport1 GmbH (2019: T€ 42.023; 2018: T€ 62.149). Der Anstieg gegenüber den Vorjahren liegt in dem Erwerb neuer Fußballbundesligarechte im Juni 2020 begründet. In den sonstigen finanziellen Verpflichtungen sind im Wesentlichen Verpflichtungen aus Verbreitungskosten und sonstigen Dienstleistungen enthalten.

1.2 Vergangenheitsanalyse der Bereinigungen der Ertragslage

Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse hat die Bewertungsgutachterin die historische Ertragslage der Sport1 Medien-Gruppe analysiert und um einmalige, außerordentliche Effekte bereinigt. Wir haben diese Schritte nachvollzogen. Im Rahmen unserer eigenen Analysen haben wir keine weiteren wesentlichen Sachverhalte identifiziert, die aufgrund ihrer außergewöhnlichen Natur hätten bereinigt werden müssen, sodass die im Folgenden dargestellten Bereinigungen den durch die Bewertungsgutachterin durchgeführten Bereinigungen entsprechen. Ausgehend von der unbereinigten Ertragslage gemäß den Konzernabschlüssen analysieren wir im Folgenden die einzelnen Bereinigungen und die bereinigte Ertragslage.

Unbereinigte Ertragslage gemäß geprüften Konzernabschlüssen

Einen Überblick über die konsolidierte Ertragslage der S1MAG gemäß IFRS für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 vor Bereinigungen gibt nachfolgende Übersicht. Die wesentlichen Entwicklungen im Betrachtungszeitraum werden anhand der um einmalige und/oder außergewöhnliche Ereignisse bereinigten Ertragslage weiter unten dargelegt.

S1MAG | Konzern-GuV				CAGR*
T€	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020	2018-20
Umsatzerlöse	119.078	106.967	86.186	(14,9)%
Aktivierte Eigenleistungen	3.052	2.703	1.914	(20,8)%
Sonstige betriebliche Erträge	6.939	5.569	2.637	(38,4)%
Gesamtleistung	**129.069**	**115.239**	**90.738**	**(16,2)%**
Materialaufwand	(68.970)	(58.265)	(44.614)	(19,6)%
Personalaufwand	(35.756)	(34.046)	(28.545)	(10,7)%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(22.576)	(17.323)	(13.322)	(23,2)%
EBITDA	**1.767**	**5.605**	**4.257**	**55,2%**
Abschreibungen	(4.069)	(8.041)	(8.142)	41,5%
Wertmind./-aufholungen auf finanzielle Vermögenswerte	(510)	(126)	465	n/a
Verl./Gew. aus der Ausbuchung finanz. Vermögenswerte	(5)	(3)	(6)	9,5%
EBIT	**(2.817)**	**(2.565)**	**(3.427)**	**10,3%**
Ergebnis aus Beteiligungen an assoz. Unternehmen	5	-	-	(100,0)%
Finanzergebnis	(457)	885	(389)	(7,7)%
Ergebnis vor Steuern	**(3.269)**	**(1.680)**	**(3.816)**	**8,0%**
Steuern vom Einkommen und Ertrag	(11)	(3)	4	n/a
Latente Steuern	(1.108)	27	(363)	(42,8)%
Konzernjahresergebnis	**(4.388)**	**(1.656)**	**(4.175)**	**(2,5)%**
Anteile Dritter	46	121	175	95,0%
Jahresergebnis	**(4.342)**	**(1.535)**	**(4.000)**	**(4,0)%**
In % der Gesamtleistung				
Materialaufwand	*(53,4)%*	*(50,6)%*	*(49,2)%*	
Personalaufwand	*(27,7)%*	*(29,5)%*	*(31,5)%*	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	*(17,5)%*	*(15,0)%*	*(14,7)%*	
EBITDA	*1,4%*	*4,9%*	*4,7%*	
EBIT	*(3,2)%*	*(7,0)%*	*(9,0)%*	

* Bei Aufwendungen bzw. negativen Ergebnissen (in Tabelle in Klammern dargestellt) stellt ein negatives CAGR (in Tabelle in Klammern dargestellt) eine Verbesserung dar. Demgegenüber stellt ein negatives CAGR bei Erlösen bzw. positiven Ergebnissen eine Verschlechterung dar.

Quelle: Konzernabschlüsse

Bereinigungen

Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse hat die Bewertungsgutachterin die historische Ertragslage der S1MAG analysiert und um einmalige, außerordentliche Effekte bereinigt, um die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Wir haben diese Schritte nachvollzogen und stellen nachfolgend die wesentlichen Punkte dieses Untersuchungsfeldes dar.

In der Darstellung der Bewertungsgutachterin sind die EBIT-relevant bereinigten Sachverhalte im neutralen Ergebnis zusammengefasst. Diese belaufen sich, wie folgender Übersicht zu entnehmen, im betrachteten Vergangenheitszeitraum im Saldo auf rd. € 1,0 Mio. im Jahr 2018, € 1,3 Mio. im Jahr 2019 und € 1,3 Mio. im Jahr 2020 und werden im Folgenden detailliert erläutert.

S1MAG | Bereinigungen ("Neutrales Ergebnis")			
T€	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020
Erträge aus der Auflösung von Rückst. & abgegrenzter Schulden (sbE)	3.191	3.030	1.254
Erträge aus der Ausbuchung von Verbindlichkeiten (sbE)	395	594	122
Erträge aus Schadenersatzleistungen und Vergleichsvereinbarungen (sbE)	17	188	190
Rückvergütungen Gerichtskostenvorschüsse (sbE)	255	-	-
Abschlusszahlungen Insolvenzfall Kirch Media (sbE)	1.422	-	-
Aufw. aus der Zuführung später aufgel. Rückst. & abgegr. Schulden (sbA)	(1.721)	(709)	-
Aufwand für nicht-operative Rechtsstreitigkeiten (sbA)	(2.529)	(1.797)	(298)
Neutrales Ergebnis (Summe Bereinigungen)	**1.031**	**1.305**	**1.268**

Quelle: Angaben der Gesellschaft, Arbeitspapiere Ebner Stolz

Im gesamten Betrachtungszeitraum erzielte die S1MAG als Bestandteil der sonstigen betrieblichen Erträge (sbE) ausgewiesene Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen und abgegrenzten Schulden, der Ausbuchung von Verbindlichkeiten sowie aus Schadenersatzleistungen und Vergleichsvereinbarungen. Jene Erträge stehen nach Einschätzung der Gesellschaft nicht im Zusammenhang mit dem laufenden operativen Geschäft der S1MAG und wurden daher sachgerecht bereinigt. Konsistent zur Bereinigung der nicht-operativen Erträge aus Auflösungen von Rückstellungen und abgegrenzten Schulden, die im Betrachtungszeitraum aufgelöst wurden, hat die Bewertungsgutachterin, soweit den Betrachtungszeitraum betreffend, auch die entsprechenden Aufwendungen aus der Zuführung zu entsprechenden Rückstellungen und Schulden bereinigt.

Über diese Sachverhalte hinaus enthielten die sonstigen betrieblichen Erträge im Geschäftsjahr 2018 Rückvergütungen für Gerichtskostenvorschüsse sowie Zahlungen aus dem abgeschlossenen Insolvenzfall Kirch Media. Aufgrund der außerordentlichen Natur dieser Erträge waren diese auch zu bereinigen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft gemeinsam mit der Bewertungsgutachterin Rechts- und Beratungskosten identifiziert, die aufgrund des nicht-operativen Charakters zukünftig nicht mehr erwartet werden und insoweit sachgerecht bereinigt wurden. Aussagegemäß handelt es sich hierbei insbesondere um Aufwendungen im Zusammenhang mit Anfechtungsklagen gegen Beschlüsse der Hauptversammlung, ein Verfahren zur Korrektur rechtsgrundlos erfolgter Zahlungen der Gesellschaft im Rahmen der Verfolgung von Ansprüchen ehemaliger Formel1-Gesellschafter und Verfahren gegen ehemalige Organe der Gesellschaft wegen Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit der Durchführung der ersten ordentlichen Hauptversammlung im Geschäftsjahr 2016.

Bereinigte Ertragslage

Im Folgenden wird die Ertragslage der S1MAG gemäß IFRS für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 nach Bereinigungen dargestellt.

S1MAG | Konzern-GuV (nach Bereinigungen)				CAGR*
T€	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020	2018-20
Umsatzerlöse	119.078	106.967	86.186	(14,9)%
Aktivierte Eigenleistungen	3.052	2.703	1.914	(20,8)%
Sonstige betriebliche Erträge	1.659	1.757	1.071	(19,6)%
Gesamtleistung	**123.789**	**111.427**	**89.172**	**(15,1)%**
Materialaufwand	(68.970)	(58.265)	(44.614)	(19,6)%
Personalaufwand	(35.756)	(34.046)	(28.545)	(10,7)%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(18.326)	(14.817)	(13.024)	(15,7)%
EBITDA	**736**	**4.299**	**2.989**	**101,5%**
Abschreibungen	(4.069)	(8.041)	(8.142)	41,5%
Wertmind./-aufholungen auf finanzielle Vermögenswerte	(510)	(126)	465	n/a
Verl./Gew. aus der Ausbuchung finanz. Vermögenswerte	(5)	(3)	(6)	9,5%
EBIT (bereinigt)	**(3.848)**	**(3.870)**	**(4.695)**	**10,5%**
Neutrales Ergebnis (Bereinigungen)	1.031	1.305	1.268	10,9%
EBIT (gem. Konzernabschluss)	**(2.817)**	**(2.565)**	**(3.427)**	**10,3%**
Ergebnis aus Beteiligungen an assoz. Unternehmen	5	-	-	(100,0)%
Finanzergebnis	(457)	885	(389)	(7,7)%
Ergebnis vor Steuern	**(3.269)**	**(1.680)**	**(3.816)**	**8,0%**
Steuern vom Einkommen und Ertrag	(11)	(3)	4	n/a
Latente Steuern	(1.108)	27	(363)	(42,8)%
Konzernjahresergebnis	**(4.388)**	**(1.656)**	**(4.175)**	**(2,5)%**
Anteile Dritter	46	121	175	95,0%
Jahresergebnis	**(4.342)**	**(1.535)**	**(4.000)**	**(4,0)%**
In % der Gesamtleistung				
Materialaufwand	*(55,7)%*	*(52,3)%*	*(50,0)%*	
Personalaufwand	*(28,9)%*	*(30,6)%*	*(32,0)%*	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	*(14,8)%*	*(13,3)%*	*(14,6)%*	
EBITDA	*0,6%*	*3,9%*	*3,4%*	
EBIT (bereinigt)	*(3,1)%*	*(3,5)%*	*(5,3)%*	
EBIT (gem. Konzernabschluss)	*(2,3)%*	*(2,3)%*	*(3,8)%*	

* Bei Aufwendungen bzw. negativen Ergebnissen (in Tabelle in Klammern dargestellt) stellt ein negatives CAGR (in Tabelle in Klammern dargestellt) eine Verbesserung dar. Demgegenüber stellt ein negatives CAGR bei Erlösen bzw. positiven Ergebnissen eine Verschlechterung dar.

Quelle: Konzernabschlüsse, Angaben der Gesellschaft, Arbeitspapiere Ebner Stolz

Die Umsatzerlöse der Sport1 Medien-Gruppe sind in den Jahren 2018 bis 2020 um durchschnittlich 14,9% p.a. zurückgegangen. Im Jahr 2019 lag dies vor allem in geringeren TV-Werbeerlösen aufgrund des Wegfalls der Rechte an der UEFA Europa League und generell rückläufigen Werbeausgaben begründet. Der erneute Rückgang im Jahr 2020 war im Wesentlichen auf geringere TV-Werbeerlöse aufgrund der Corona-Pandemie bedingt branchenweit rückläufigen Werbeausgaben und der Absage bzw. Verschiebung diverser Sportveranstaltungen zurückzuführen.

Das Gros der Umsatzerlöse der S1MAG entfällt mit durchschnittlich ca. 80% der Außenerlöse auf die Sport1 GmbH. Hierbei handelt es sich insbesondere um Werbeerlöse, z.B. aus der Vermarktung des TV-Senders SPORT1 und der Online-Plattform SPORT1.de. Die Produktionsgesellschaft PLAZAMEDIA GmbH erbringt Produktionsdienstleistungen für die Sport1 GmbH und externe Kunden. Der Anteil der Außenumsätze der PLAZAMEDIA GmbH am Konzernumsatz belief sich im Beobachtungszeitraum auf durchschnittlich rd. 13% p.a. Darüber hinaus, aber in geringerem Umfang, enthalten die Umsatzerlöse Erlöse der Match IQ GmbH (u.a. aus der Organisation von Trainingslagern), der LEITMOTIF GmbH (Consulting) und der Magic Sports Media GmbH (Vermarktung in den Bereichen Wetten, Poker, Casino und Lotto). Auch letztere waren im Geschäftsjahr deutlich rückläufig.

Aktivierte Eigenleistungen stehen vorrangig im Zusammenhang mit selbsterstellten immateriellen Vermögenswerten im Digitalbereich.

Sonstige betriebliche Erträge resultieren nach Bereinigung der nicht-operativen und insoweit außerordentlichen Sachverhalte u.a. aus Rückerstattungen und Ausschüttungen von Behörden und Verbänden aus früheren Jahren, Weiterbelastungen und übrigen Erträgen. Erstere werden regelmäßig eine Periode später vereinnahmt und haben insoweit operativen Charakter.

Wesentliche Bestandteile des Materialaufwands sind Aufwendungen für Lizenzen und Provisionen (45-46% des Materialaufwands im Beobachtungszeitraum) sowie Produktionskosten. Der Rückgang der Aufwendungen liegt vorrangig in dem pandemiebedingten Ausfall von Sportveranstaltungen und reduzierten Produktionsvolumen sowie geringeren Übertragungs- und Technikkosten begründet.

Der Personalaufwand ist im Beobachtungszeitraum um durchschnittlich 10,7% jährlich gesunken. Dies geht einher mit dem Rückgang der Anzahl der festen und freien Mitarbeiter von durchschnittlich 568 Personen im Geschäftsjahr 2018 auf 525 Personen in 2019 und 497 in 2020. Die deutliche Reduktion des Personalaufwands im Jahr 2020 ist auf die geringere Anzahl der Mitarbeiter sowie auf Einsparungen durch Kurzarbeit während der COVID-19-Pandemie zurückzuführen.

Wesentliche Bestandteile der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind Werbe- und Reisekosten, Kosten für IT, Rechts-, Beratungs- und Abschlusskosten sowie Kosten für Räumlichkeiten, Beratung und Instandhaltung. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2019 beruht im Wesentlichen auf der Verschiebung der Miet- und Leasingaufwendungen in den Posten Abschreibungen aufgrund der Erstanwendung von IFRS 16. Im Geschäftsjahr 2020 reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erneut, da durch die Corona-Pandemie geringere Werbe- und Reisekosten anfielen. Darüber hinaus konnten weitere Einsparungen in den Bereichen IT, Administration und Raumkosten (durch Mietzugeständnisse im Rahmen der Pandemie) realisiert werden.

Abschreibungen stehen im Zusammenhang mit immateriellen Vermögenswerten des Anlagevermögens und der Sachanlagen sowie mit Nutzungsrechten aus Leasingverhältnissen. Der deutliche Anstieg der Abschreibungen im Jahr 2019 liegt in der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 begründet. Die Wertminderungen/-aufholungen auf finanzielle Vermögenswerte stehen im Zusammenhang mit Forderungen aus Lieferungen und Leistungen aus dem operativen Geschäft.

Das Finanzergebnis verbesserte sich im Geschäftsjahr 2019 aufgrund der vollständigen Rückzahlung einer Unternehmensanleihe im April 2018 und der damit entfallenden Zinsaufwendungen. Der Rückgang des Finanzergebnisses im Geschäftsjahr 2020 ist auf den Entfall der Dividende von der Highlight zurückzuführen, die in den beiden Vorjahren bei rd. € 1,1 Mio. p.a. lag. Der negative Saldo des Finanzergebnisses 2020 resultiert im Wesentlichen aus dem Zinsaufwand für Leasingverbindlichkeiten.

Zu weiteren Einzelheiten betreffend die Vergangenheitsanalyse und Bereinigungen verweisen wir auf die Ausführungen der Bewertungsgutachterin.

Würdigung

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Würdigung von Einmaleffekten durch das Management und die Bewertungsgutachterin sachgerecht erfolgte. Im Rahmen unserer Prüfung der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen sowie im Ergebnis unserer eigenen Analysen haben sich darüber hinaus keine Hinweise auf weitere ggf. zu bereinigende nicht-operative Sachverhalte ergeben.

Im Ergebnis der Bereinigungen stellt sich aufgrund der Bereinigungen insoweit ein gegenüber dem EBIT gemäß Jahresabschlüssen nochmals deutlich schlechteres EBIT dar. Die negative Entwicklung der Ertragslage der Sport1 Medien-Gruppe im Beobachtungszeitraum ist hierbei wesentlich vom Umsatzrückgang aufgrund des Wegfalls der Rechte an der UEFA Europa League sowie Corona-Pandemie bedingt geringere TV-Werbeerlöse geprägt. Dem stehen geringere Produktions- und Lizenzkosten sowie sonstige Einsparungen gegenüber, die die Umsatzeinbußen jedoch nur teilweise kompensieren konnten, sodass sich eine negative durchschnittliche bereinigte EBIT-Marge von rd. (4,8)% bezogen auf die Umsatzerlöse ergibt.

1.3 Grundlagen der Planungsrechnung und Planungsprozess

Die uns vorgelegte, der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planungsrechnung stellt eine mehrjährige Konzernplanung nach IFRS dar, die die Geschäftsjahre 2021 bis 2025 umfasst. Sie beinhaltet Gewinn- und Verlustrechnungen für alle vollkonsolidierten Gesellschaften, aus denen die konsolidierte Plan-GuV der Sport1 Medien-Gruppe abgeleitet wird, sowie auf vereinfachten Annahmen basierende Bilanzplanungen.

Die Planungsrechnung basiert auf der turnusmäßigen Planung der S1MAG aus dem Herbst 2020 und war Mitte August 2021 Gegenstand einer außerturnusmäßigen Aktualisierung. Die Aktualisierung der Planung trägt insbesondere der gegenüber den Erwartungen im Dezember 2020 umsatz- und ergebnismäßig schlechteren Geschäftsentwicklung im laufenden Geschäftsjahr 2021 Rechnung. Zudem haben sich zwischenzeitlich die Einschätzungen bzgl. budgetierter Projekte und Geschäftsideen sowie die Erwartungen bzgl. möglicher Erlöse aus Leistungsschutzrechten für Presseerzeugnisse in Zusammenhang mit der EU-Richtlinie zum Urheberrecht verändert. Vor diesem Hintergrund erachten wir es als sachgerecht, die aktuellen Entwicklungen und die daraus zu erwartenden bzw. teilweise bereits sichtbaren Auswirkungen auf das Geschäft der Sport1 Medien-Gruppe in einer aktualisierten Planung abzubilden.

Der turnusmäßige Planprozess der Sport1 Medien-Gruppe beginnt jährlich im September auf Ebene der Einzelgesellschaften. Ausgangspunkt der Planung bildet der auf den Ist-Zahlen des laufenden Geschäftsjahres basierende Forecast, welcher als Referenz für die monatsweise Budgetplanung des Folgejahres dient. Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir uns durch Gespräche mit dem Management und den Planverantwortlichen davon überzeugen, dass das Budget Ergebnis eines detaillierten Bottom-up-Planungsprozesses auf Ebene der wesentlichen Tochterunternehmen ist. Daran anschließend erfolgt die Planung der zwei darauffolgenden Jahre auf Jahresbasis (Mittelfristplanung 2022 bis 2023). Diese werden wiederum um weitere zwei Jahre (2024 bis 2025) ergänzt. Für letztere werden die wesentlichen Planannahmen der Vorjahre vereinfacht fortgeschrieben. Der Aufsichtsrat hat dem im 4. Quartal 2020 finalisierten turnusmäßigen Budget (2021) zugestimmt sowie die Mittelfristplanung (2022 bis 2023) in der Sitzung am 8. Dezember 2020 zustimmend zur Kenntnis genommen.

Im Rahmen der Aktualisierung der Planungsrechnung wurde das Budget 2021 an den aktuellen Forecast für das laufende Geschäftsjahr 2021 angepasst sowie Folgeeffekte für die Planjahre ab 2022 ergänzt. Der Aufsichtsrat hat dem Forecast 2021 in der Sitzung am 15. September 2021 zugestimmt sowie die Planung bis 2025 zustimmend zur Kenntnis genommen.

1.4 Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit

Die Bewertungsgutachterin hat sich sachgerecht mit der Analyse der Planungstreue auseinander gesetzt.[2] Die Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit dient als Anhaltspunkt, um systematisch zu positive oder negative Planannahmen zu identifizieren und auf dieser Basis eine Einschätzung zur Güte der Planungsrechnung und deren Geeignetheit für den vorliegenden Bewertungsanlass zu gewinnen.

Hierbei hat die Bewertungsgutachterin die historischen Budgets und Mittelfristplanungen, die zum Ende der Geschäftsjahre 2016 bis 2019 jeweils für die Planjahre 2017 bis 2020 erstellt wurden, den tatsächlichen Ist-Zahlen (2017-2020) gegenübergestellt. Die rechnerische Nachvollziehbarkeit der vorgenommenen Analysen sowie die Übernahme der Zahlenbasis aus den Quelldateien haben wir überprüft. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir den Plan/Ist-Vergleich der Bewertungsgutachterin um das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2021 ergänzt. Hierbei wurden die Halbjahres-Zahlen (Plan und Ist) dem Management-Reporting der Sport1 Medien-Gruppe entnommen. Zudem haben wir einen Plan/Ist-Vergleich unter Berücksichtigung der bereinigten Ist-Zahlen ergänzt. Analog zur Darstellung der Bewertungsgutachterin bezeichnen in der folgenden Übersicht die linke Spalte den Zeitpunkt der Erstellung der Planzahlen sowie die folgenden Spalten den anschließenden Planungszeitraum, für den eine Plan/-Ist-Analyse vorgenommen werden konnte.

Plan/Ist-Vergleich auf Basis tatsächlicher Ist-Zahlen

S1MAG | Plan-Ist-Abweichungen

		GJ17		GJ18		GJ19		GJ20		H1-21
		Plan	Ist	Plan	Ist	Plan	Ist	Plan	Ist	
	Umsatzerlöse									
Planjahr	GJ16	(9,8)%		(23,6)%		(34,2)%		(49,4)%		
	GJ17			(6,5)%		(18,8)%		(36,3)%		
	GJ18					(10,6)%		(30,5)%		
	GJ19							(24,9)%		
	GJ20									(14,4)%
	Mittelwert Delta Plan/Ist	**(9,8)%**		**(15,1)%**		**(21,2)%**		**(35,3)%**		**(14,4)%**
	EBIT									
Planjahr	GJ16	(936,0)%		(252,1)%		(151,9)%		(148,4)%		
	GJ17			(260,0)%		(174,7)%		(166,2)%		
	GJ18					(1197,2)%		(236,7)%		
	GJ19							(294,2)%		
	GJ20									(92,9)%
	Mittelwert Delta Plan/Ist	**(936,0)%**		**(256,0)%**		**(507,9)%**		**(211,4)%**		**(92,9)%**

Quelle: Konzernabschlüsse, Managementreporting, Managementinformationen

[2] *Vgl. Praxishinweis des IDW zur „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion" in der Fassung vom 2. Januar 2017.*

Plan/Ist-Vergleich auf Basis bereinigter Ist-Zahlen

S1MAG | Plan-Ist-Abweichungen

		GJ18		GJ19		GJ20	
		Plan	Ist	Plan	Ist	Plan	Ist
	Umsatzerlöse						
Planjahr	GJ16	(23,6)%		(34,2)%		(49,4)%	
	GJ17	(6,5)%		(18,8)%		(36,3)%	
	GJ18			(10,6)%		(30,5)%	
	GJ19					(24,9)%	
	GJ20						
	Mittelwert Delta Plan/Ist	**(15,1)%**		**(21,2)%**		**(35,3)%**	
	EBIT (bereinigt)						
Planjahr	GJ16	(400,6)%		(192,6)%		(166,3)%	
	GJ17	(611,6)%		(233,3)%		(190,8)%	
	GJ18			(2215,9)%		(287,2)%	
	GJ19					(366,1)%	
	GJ20						
	Mittelwert Delta Plan/Ist	**(506,1)%**		**(880,6)%**		**(252,6)%**	

Hinweis: Für das Geschäftsjahr 2017 und das erste Halbjahr 2021 liegen keine bereinigten Ertragslagen vor.

Quelle: Konzernabschlüsse, Managementreporting, Managementinformationen

Im Ergebnis der Analyse stellt die Bewertungsgutachterin sachgerecht fest, dass sowohl die geplanten Umsätze als auch die geplanten operativen Ergebnisse regelmäßig und teils mit erheblichen negativen Planabweichungen bzw. Planunterschreitungen verfehlt wurden. Dies bestätigt sich auch in der von uns ergänzten Analyse für das erste Halbjahr 2021. Umsatzseitig zeigt sich zudem, dass sich die Planungstreue mit zunehmendem Zeithorizont verschlechtert. Zudem ist auf der operativen Ergebnisseite (EBIT) festzustellen, dass signifikante Planverfehlungen sowohl in der kurz- als auch längerfristigen Planung zu verzeichnen waren. Daraus folgt die Feststellung, dass auch die in den Planungen unterstellten Margenerwartungen regelmäßig zu optimistisch waren.

Im Rahmen unserer Prüfung wurden uns für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 sowie für das erste Halbjahr 2021 jeweils Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen im Budgetjahr (1. Planjahr) zur Verfügung gestellt. Bezüglich der Entwicklungen in den einzelnen Budget-Jahren im Vergleich zu den Ist-Zahlen sind insbesondere folgende Sachverhalte hervorzuheben:

- Im Geschäftsjahr 2018 war die Plan-Ist-Abweichung bei den Umsatzerlösen von rd. 6,5% jeweils etwa hälftig auf die Entwicklungen bei der Sport1 GmbH und der PLAZAMEDIA GmbH zurückzuführen. So lagen bei der Sport1 GmbH insbesondere die Werbeerlöse deutlich unter dem Zielwert; bei der PLAZAMEDIA GmbH lagen die geringeren Umsatzerlöse vorrangig in der Nichtumsetzung neuer digitaler Produkte begründet. Dies wurde durch gegenüber der Planung geringere Materialaufwendungen teilweise kompensiert. Unter Berücksichtigung der um Einmaleffekte bereinigten Ertrags- bzw. Aufwandspositionen resultieren weitere Planabweichungen im

Wesentlichen aus in den Ist-Zahlen höheren Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen der Sport1 GmbH und der PLAZAMEDIA GmbH.

- Auch im Geschäftsjahr 2019 war die Nichterfüllung der Umsatzplanung in Zusammenhang mit dem Wegfall der Rechte an der UEFA Europa League der Hauptgrund für die signifikanten Plan-Ist-Abweichungen. Der wesentliche Teil des Umsatzdefizits lag in den Werbeerlösen der Sport1 GmbH, aber auch PLAZAMEDIA GmbH und Magic Sports Media GmbH haben ihre Umsatzziele verfehlt. Die Reduktionen der Materialaufwendungen, die auf Ebene der vorgenannten Tochtergesellschaften realisiert wurden, waren nicht ausreichend, um die geringeren Erlöse auszugleichen,
- Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie bzw. der Lockdown führte bei den Umsätzen im Geschäftsjahr 2020 zu im Vorjahresvergleich höheren Planverfehlungen, da die TV-Werbeerlöse angesichts allgemein rückläufiger Werbeausgaben sowie aufgrund der Absage oder Verschiebung von Sportveranstaltungen geringer als geplant ausfielen. Einsparungen durch geringere Material-, Personal- (etwa durch Kurzarbeit und Nichtbesetzung neuer Stellen) und sonstige Aufwendungen (v.a. geringere Werbe- und Reisekosten) konnten nur einen Teil der Umsatzverfehlungen ausgleichen.
- Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2021 lagen die Umsatzerlöse bei der Sport1 GmbH vor allem im Bereich der TV-Werbeerlöse (v.a. Klassik) und bei der Match IQ GmbH (u.a. wegen Entfall der Wintertrainingslager, Verschiebung der Sommertrainingslager) deutlich unter dem Planwert. Demgegenüber konnte die PLAZAMEDIA GmbH höhere Erlöse erzielen als geplant, was insbesondere auf die Durchführung eines in den Planzahlen nicht enthaltenen Projektes zurückzuführen war. Nichtsdestotrotz lagen die Umsatzerlöse rd. 14% unter Plan und waren hauptursächlich für die Plan-Ist-Verfehlungen auf EBIT-Ebene.

Im Ergebnis unserer Prüfung bestätigt sich die Einschätzung der Bewertungsgutachterin, dass die Umsatzprognosen das tatsächlich realisierte Umsatzniveau kurz- und mittelfristig regelmäßig überschätzt haben, wenngleich insbesondere die Planunterschreitungen in den Jahren 2020 und 2021 zu einem wesentlichen Teil auf den nicht vorhersehbaren bzw. schwer prognostizierbaren Corona-Pandemie-Effekt zurückzuführen sind. Auch die operativen Ergebnisbeiträge lagen sowohl kurz- als auch mittelfristig deutlich unter dem Plan. Dies konnte durch (vorliegend bereinigte) Einmaleffekte in den sonstigen betrieblichen Erträgen zumindest teilweise kompensiert werden. Auf der Aufwandseite zeigt sich, dass Umsatzeinbußen nur begrenzt durch geringere Kosten kompensiert werden konnten und Ist-Aufwendungen teilweise sogar höher als geplante Aufwendungen waren, sodass das Ist-EBIT im Betrachtungszeitraum signifikant von den Planzahlen abwich. Die Abweichungen zwischen Plan- und Ist-Zahlen erhöhen sich unter Berücksichtigung der Vergangenheitsbereinigungen, da die einmaligen/außergewöhnlichen Erträge in der Vergangenheit höher waren als die einmaligen/außergewöhnlichen Aufwendungen.

Die Bewertungsgutachterin stellt fest, dass die historischen Planabweichungen einen strategischen und ambitionierten Charakter der Planerwartungen belegen. Diese Einschätzung erachten wir im Ergebnis der Prüfung sowie unserer eigenen Analysen für nachvollziehbar und insofern für grundsätzlich zutreffend.

1.5 Planungsrechnung

Wie im Abschnitt 0 dargelegt, wurde die Planung der Sport1 Medien-Gruppe aufgrund einer pandemiebedingt sowohl umsatz- als auch ergebnismäßig gegenüber den Planzahlen aus dem 4. Quartal 2020 schlechteren Geschäftsentwicklung im laufenden Geschäftsjahr außerturnusmäßig aktualisiert. Die aktualisierten Planzahlen beinhalten den aktuellen Forecast für das laufende Geschäftsjahr 2021 sowie die Mittelfristplanung für die anschließenden Geschäftsjahre bis 2025.

Für Zwecke der Plausibilisierung haben wir nachfolgend den Forecast 2021 und die Planzahlen bis 2025 den bereinigten Vergangenheitszahlen gegenübergestellt und gehen dabei auf wesentliche Veränderungen und Trends ein.

S1MAG | Plan-GuV								
T€	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020	FC 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025
Umsatzerlöse	119.078	106.967	86.186	110.901	128.813	130.987	138.346	140.641
Aktivierte Eigenleistungen	3.052	2.703	1.914	2.922	1.854	1.800	1.800	1.800
Sonstige betriebliche Erträge	1.659	1.757	1.071	2.390	742	742	742	742
Gesamtleistung	**123.789**	**111.427**	**89.172**	**116.214**	**131.409**	**133.529**	**140.887**	**143.183**
Materialaufwand	(68.970)	(58.265)	(44.614)	(63.890)	(73.461)	(70.661)	(72.510)	(73.603)
Personalaufwand	(35.756)	(34.046)	(28.545)	(32.178)	(32.408)	(32.793)	(33.015)	(33.305)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(18.326)	(14.816)	(13.024)	(13.844)	(14.120)	(14.666)	(16.067)	(16.200)
EBITDA	**736**	**4.299**	**2.989**	**6.301**	**11.420**	**15.409**	**19.296**	**20.076**
Abschreibungen	(4.069)	(8.041)	(8.142)	(8.976)	(9.418)	(9.301)	(8.660)	(8.480)
Wertmind./-aufhol. auf finanz. VG	(510)	(126)	465	-	-	-	-	-
Verl./Gew. aus der Ausb. finanz. VG	(5)	(3)	(6)	-	-	-	-	-
EBIT (bereinigt)	**(3.848)**	**(3.870)**	**(4.695)**	**(2.675)**	**2.002**	**6.108**	**10.635**	**11.596**
Neutrales Ergebnis (Bereinigungen)	1.031	1.305	1.268	-	-	-	-	-
EBIT (gem. Konzernabschluss)	**(2.817)**	**(2.565)**	**(3.427)**	**(2.675)**	**2.002**	**6.108**	**10.635**	**11.596**
Ergebnis aus Bet.an assoz. Untern.	5	-	-	-	-	-	-	-
Finanzergebnis	(457)	885	(389)	(629)	(1.006)	(951)	(698)	(684)
Ergebnis vor Steuern	**(3.269)**	**(1.680)**	**(3.816)**	**(3.304)**	**996**	**5.156**	**9.938**	**10.912**
Steuern vom Einkommen und Ertrag	(11)	(3)	4	-	(118)	(597)	(1.982)	(2.733)
Latente Steuern	(1.108)	27	(363)	-	-	-	-	-
Konzernjahresergebnis	**(4.388)**	**(1.656)**	**(4.175)**	**(3.304)**	**878**	**4.560**	**7.956**	**8.179**
Anteile Dritter am Jahresergebnis	46	121	175	100	(75)	(75)	(75)	(67)
Jahresergebnis	**(4.342)**	**(1.535)**	**(4.000)**	**(3.204)**	**802**	**4.484**	**7.880**	**8.111**
In % der Gesamtleistung								
Materialaufwand	*(55,7)%*	*(52,3)%*	*(50,0)%*	*(55,0)%*	*(55,9)%*	*(52,9)%*	*(51,5)%*	*(51,4)%*
Personalaufwand	*(28,9)%*	*(30,6)%*	*(32,0)%*	*(27,7)%*	*(24,7)%*	*(24,6)%*	*(23,4)%*	*(23,3)%*
Sonstige betriebliche Aufwendungen	*(14,8)%*	*(13,3)%*	*(14,6)%*	*(11,9)%*	*(10,7)%*	*(11,0)%*	*(11,4)%*	*(11,3)%*
EBITDA	*0,6%*	*3,9%*	*3,4%*	*5,4%*	*8,7%*	*11,5%*	*13,7%*	*14,0%*
EBIT (bereinigt)	*(3,1)%*	*(3,5)%*	*(5,3)%*	*(2,3)%*	*1,5%*	*4,6%*	*7,5%*	*8,1%*
EBIT (gem. Konzernabschluss)	*(2,3)%*	*(2,3)%*	*(3,8)%*	*(2,3)%*	*1,5%*	*4,6%*	*7,5%*	*8,1%*

Quelle: Konzernabschlüsse, Planung und Angaben der Gesellschaft, Arbeitspapiere Ebner Stolz

Zur Erläuterung der Entwicklung der (bereinigten) Ertragslage der Sport1 Medien-Gruppe verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt 1.2 und die detaillierte Beschreibung der Bewertungsgutachterin. Nach einer in der Vergangenheit deutlich rückläufigen Umsatz- sowie einer negativen operativen Ergebnisentwicklung (EBIT) wird über den Planungszeitraum einhergehend mit deutlichen Umsatzsteigerungen eine signifikante Verbesserung der Ertragslage prognostiziert.

Umsatzerlöse

Insgesamt erwartet die S1MAG im Planungszeitraum ein starkes Umsatzwachstum mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 10,3% p.a. bezogen auf 2020. Die höchsten Wachstumsraten werden dabei für die ersten beiden Planjahre 2021 und 2022 unterstellt, was sowohl auf die Aufholung pandemiebedingt rückläufiger Werbeerlöse 2020 als auch die Kapitalisierung der im Jahr 2021 neu erworbenen Rechtepakete der DFL für die Spielzeiten 2020/21 bis 2024/25 zurückzuführen ist. Letztere beinhalten die Übertragung des Topspiels der 2. Fußball-Bundesliga bei Sport1 am Samstagabend. Die hierbei angenommene Reichweitenverbesserung, die wesentlich von einer dauerhaften Steigerung des durchschnittlichen Marktanteils in der relevanten Zielgruppe (14-59-jährige Männer) abhängt, ist mit Blick auf die seit Saisonbeginn realisierten Marktanteilssteigerungen unseres Erachtens als ambitioniert zu bewerten.

Die Reichweitenverbesserung soll sich in einer positiven Entwicklung der TV-Werbeerlöse sowie in steigenden Erlösen im Digitalgeschäft niederschlagen. Letztere sollen über eine Steigerung des Traffics, die technische Verbesserung der Vermarktung und den Ausbau der Eigenvermarktung sowie bestehender Vermarktungskooperationen realisiert werden. Die erwartete Reichweitensteigerung ist auch im Digitalgeschäft auf ein neu erworbenes Teil-Rechtepaket der DFL zurückzuführen. Die Umsatzsteigerung im Planjahr 2022 ist neben dem Umstand, dass im ersten Halbjahr 2021 noch pandemiebedingte Umsatzeinbußen zu verzeichnen waren, maßgeblich auf den Ganzjahreseffekt aus den im Jahr 2021 neu erworbenen DFL-Rechtepaketen zurückzuführen. Zudem beinhaltet die Umsatzprognose ab 2022ff. Wachstumsimpulse aus dem Ausbau der Aktivitäten in den Bereichen Glücksspiel (s.a. folgende Ausführungen zur Spin50 GmbH) und eSports sowie aus ergänzenden neuen Angeboten im Digitalbereich.

Hinsichtlich der TV-Werbeerlöse werden über den weiteren Planungszeitraum bis 2025 keine wesentlichen zusätzlichen Umsatzsteigerungen erwartet. Wie von der Bewertungsgutachterin dargelegt, wird für das Jahr 2023 aufgrund auslaufender Lizenzen, die aus Rentabilitätsgründen nicht verlängert werden sollen, ein leichter Rückgang prognostiziert. Die Bewertungsgutachterin weist sachgerecht darauf hin, dass die Planung der TV-Werbeerlöse im Jahr 2025 implizit davon ausgeht, dass die zum Ende der Saison 2024/25 auslaufenden DFL-Lizenzen fortbestehen. Dies erachten wir als risikobehaftete Planprämisse.

Die Aktivitäten im Bereich eSports betreffen die Pay-TV-Sender eSPORTS1, der in der Region DACH angeboten wird, sowie den im November 2020 gestarteten paneuropäischen Sender eSportsOne. Für den Prognosezeitraum plant die Gesellschaft, die Internationalisierungsstrategie durch den Markteintritt in weitere Länder sukzessive fortzusetzen. Die im Rahmen unserer Prüfung mit dem Management geführten Gespräche zeigen, dass sich die Internationalisierung insgesamt deutlich langsamer umsetzen lässt als bei Start des paneuropäischen Angebots ursprünglich gedacht. Auskunftsgemäß ist dies u.a. auf den Wettbewerb um freie Plätze in den Programmbouquets der Plattformbetreiber, die sich regelmäßig für mehrere Jahren sowie für feststehende Programmbouquets vertraglich binden, zurückzuführen. Zudem bestehen bei den großen Kabelnetz- und Plattformbetreibern regionale Unterschiede in den Programmbouquets, die auf Ebene der Landesgesellschaften verhandelt werden, was den

systematischen Markteintritt für neue Programminhalte erschwert. Ungeachtet dessen sollen die von der S1MAG geplanten Umsätze im eSports-Bereich wie von der Bewertungsgutachterin dargelegt im Vergleich zum prognostizierten Wachstum für den eSports-Markt überdurchschnittlich wachsen, was unseres Erachtens als herausfordernde Planannahme zu bewerten ist.

Mit Inkrafttreten der Reform des Urheberrechtsgesetzes wurde der Schutzbereich der Rechte von Presseverlegern an ihren Presseveröffentlichungen zum 7. Juni 2021 neu definiert. Damit einher geht der Anspruch auf ein Leistungsschutzrecht, welches vorsieht, dass Presseverleger, zu denen auch die Sport1 GmbH zählt, finanziell angemessen beteiligt werden sollen, wenn etwa Ausschnitte aus Artikeln auf kommerziellen Digitalplattformen (etwa Suchmaschinen und Internet-Plattformen) angezeigt werden. In der der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird angenommen, dass der Sport1 Medien-Gruppe ab dem Geschäftsjahr 2022 Erlöse aus der kollektiven Wahrnehmung des Presseleistungsschutzrechtes der Sport1 GmbH gegenüber betreffenden Digitalplattformen durch die Corint Media GmbH als Verwertungsgesellschaft zufließen. Die Erlösprognose für die Sport1 GmbH wurde auf Basis aktueller Erkenntnisse und Informationen sowie Marktprognosen dem Grunde und der Höhe nach für uns nachvollziehbar quantifiziert und als Erlöskomponente im Digitalbereich dargestellt. In Relation zum langfristig erwarteten operativen Ergebnis der Sport1 Medien-Gruppe stellen die Erlöse aus dem Leistungsschutzrecht eine wesentliche Ergebniskomponente dar. Da derzeit nicht absehbar ist, ob und wann der Verhandlungsprozess mit den betreffenden Digitalplattformen zu einer Einigung führen wird oder die Ansprüche ggf. erst im Zuge einer Rechtsdurchsetzung zeitlich deutlich verzögert zu realisieren sind, ist sowohl der Zeitpunkt, ab dem entsprechende Erlöse realisiert werden können, als auch deren Höhe mit hoher Unsicherheit behaftet.

Der Einstieg in den Glücksspielmarkt als neues Geschäftsfeld der Sport1 Medien-Gruppe soll über die **Spin50 GmbH** als Tochtergesellschaft der S1MAG mit dem Eintritt in den regulierten Glücksspielmarkt realisiert werden. Mit dem Inkrafttreten des neuen Glücksspielstaatsvertrags zum 1. Juli 2021 können nun bundesweit Lizenzen für das Anbieten und Vermitteln von Online-Poker und virtuellen Automatenspielen beantragt werden. Nach den uns erteilten Auskünften erfolgte am 12. Juli 2021 die förmliche Antragstellung auf Erteilung der notwendigen Lizenz. Die Erteilung war bis zum Ende unserer Prüfung auskunftsgemäß noch nicht erfolgt. Der Launch der Glücksspiel-Plattform ist derzeit für den Herbst 2021 avisiert. Sowohl der Bewertungsgutachterin als auch uns stand der für die Spin50 GmbH erstellte Businessplan zur Verfügung. Im Ergebnis unserer Prüfung können wir diesen rechnerisch und inhaltlich grundsätzlich nachvollziehen. Für Zwecke der Planung der S1MAG wurde der Businessplan der Spin50 GmbH nach Berücksichtigung eines Risikoabschlags von rd. 40% einbezogen. Dieser soll insbesondere den nach Einschätzung des Managements mit dem Start-up-Charakter der Initiative verbundenen besonderen Risiken Rechnung tragen. Diese Risiken resultieren vor allem aus der eingeschränkten Erfahrung der S1MAG im neuen Geschäftsmodell im Bereich der Veranstaltung von Glücksspiel, grundsätzlich fehlenden Erfahrungswerten bzgl. legaler und illegaler Konkurrenzangebote sowie dem in diesem Zusammenhang für legale Angebote gemäß Glücksspielstaatsvertrag möglicherweise negativen Einfluss der im Glücksspielvertrag vorgesehenen Werberestriktionen und des Einsatzlimits sowie der Wirkung der in Deutschland

vorgeschriebenen Einsatzsteuer. Unter Verweis auf Ergebnisse empirischer Studien zu Erfolgs- bzw. Misserfolgswahrscheinlichkeiten von Start-up- und Frühphasenunternehmen erachten wird den vorliegend angesetzten Risikoabschlag von 40% am unteren Ende einer vertretbaren Bandbreite typischer historischer Ausfallwahrscheinlichkeiten. Dies stellt insoweit keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre dar.

Im Rahmen der Plausibilisierung der Planungsrechnung hat die Bewertungsgutachterin eine Aufteilung bzw. Zuordnung der Umsatzerlöse nach Marktbereichen vorgenommen und diese den verfügbaren Marktprognosen gegenübergestellt. Als Referenz diente hierbei im Wesentlichen die jüngst veröffentlichte Studie „German Entertainment and Media Outlook 2021-2025" von PwC aus dem September 2021. Im Ergebnis der Analysen der Bewertungsgutachterin, die wir im Ergebnis unserer Prüfungshandlungen bestätigt sehen, wird deutlich, dass in der Planung der Sport1 Medien-Gruppe im Vergleich zu den relevanten Markterwartungen höhere durchschnittliche jährliche Wachstumsraten unterstellt werden. Dies unterstreicht den ambitionierten Charakter der Umsatzplanung. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auch auf das von der Bewertungsgutachterin skizzierte herausfordernde Markt- und Wettbewerbsumfeld der Sport1 Medien-Gruppe.

Operatives Ergebnis (EBIT)

Im Wesentlichen durch die erwartete Steigerung der Umsatzerlöse begründet, wird ab dem Planjahr 2022 ein positives operatives Ergebnis prognostiziert. Dies geht einher mit der Planprämisse einer kontinuierlichen Verbesserung der laut Forecast 2021 noch negativen **EBIT-Marge** bezogen auf die Gesamtleistung von (2,3)% auf 1,5% in 2022 auf bis zu 8,1% im Jahr 2025. Hierbei ist die Margenverbesserung im Wesentlichen auf gegenüber den geplanten Umsatzzuwächsen unterproportional steigende Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen zurückzuführen und insofern, wie von der Bewertungsgutachterin nachvollziehbar dargestellt, von Produktivitätsverbesserungen abhängig.

Demgegenüber steht im Zusammenhang mit dem Erwerb der DFL-Lizenzen ein deutlicher Anstieg des **Material- und Lizenzaufwands** im Jahr 2021, dessen Ganzjahreseffekt im Jahr 2022 erstmals zum Tragen kommt. Der im Jahr 2023 erwartete absolute Rückgang dieses Postens ergibt sich, wie von der Bewertungsgutachterin ausgeführt, aus dem Auslaufen verschiedener Lizenzen, für die mangels Wirtschaftlichkeit keine Verlängerung angestrebt wird. Dies konnten wir im Rahmen unserer Prüfung der Plandetails im Einzelnen nachvollziehen.

Der für die **Personalkosten** im Forecast 2021 erwartete Anstieg ist nachvollziehbar auf die Beendigung der pandemiebedingten Kurzarbeit und die Wiederauslastung der operativen Kapazitäten zurückzuführen. Für die Folgejahre des Planungszeitraum ab 2022 wird der Personalaufwand mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von knapp 1% fortgeschrieben. Dies begründet eine Verbesserung der Personalkostenquote bezogen auf die Gesamtleistung von 27,7% laut FC 2021 auf bis zu 23,3% im Jahr 2025. Dies soll u.a. durch Optimierungen in der Personalkostenstruktur realisiert werden. Im Ergebnis unserer Analysen bestätigt sich, dass die Planung nur in moderatem Umfang Lohn- und Gehaltssteigerungen vorsieht.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** betreffen hauptsächlich Werbe- und Reisekosten, IT-Kosten, Raumkosten sowie Rechts- und Beratungskosten. Der erwartete Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2021 ist hauptsächlich auf den mit dem Abklingen pandemiebedingter Einschränkungen der Geschäftstätigkeit verbundenen Anstieg der Werbe- und Reisekosten, der IT-Kosten sowie der Verbrauchskosten (als Bestandteil der Raumkosten) zurückzuführen. Dieser Anstieg wird durch geringere Rechts- und Beratungskosten, Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen in Teilen kompensiert. Die Prognose der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den Planjahren ab 2022 ist im Wesentlichen von der unterstellten Entwicklung der Werbe- und Reisekosten geprägt. Für diese werden deutliche Kostensteigerungen geplant, die in Zusammenhang mit der geplanten Umsatzausweitung im Digitalgeschäft (z.B. Spin50 GmbH) entstehen. Für die übrigen Bestandteile der sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden für die Jahre 2021 bis 2025 insgesamt vergleichsweise moderate Kostensteigerungen von insgesamt unter 1% p.a. prognostiziert.

Die **Abschreibungen** im Planungszeitraum beinhalten analog zu den Ist-Zahlen die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, Sachanlagen sowie Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen. Diese werden nachvollziehbar unter Berücksichtigung der geplanten Investitionen fortentwickelt.

Das **Finanzergebnis** wurde durch die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung des sich aus dem integrierten Planungsmodell ergebenden Finanzierungsbedarfs neu ermittelt. Wir haben uns davon überzeugt, dass der Finanzbedarf und das Finanzergebnis rechnerisch richtig ermittelt und die zugrunde liegende Bilanzplanung nachvollziehbar abgeleitet wurden. Das Finanzergebnis resultiert im Wesentlichen aus Zinsaufwendungen aus der Finanzierung des Finanzmittelbedarfs, den nach IFRS 16 abzubildenden Leasingverhältnissen und den in Anspruch genommenen Avallinien. Die Konditionen der der S1MAG zur Verfügung stehenden Betriebsmittellinie, der von der Highlight Communications AG eingeräumten Kreditlinie sowie der Avallinien wurden hierbei sachgerecht von der Bewertungsgutachterin berücksichtigt.

Bei der Ermittlung der **Ertragsteuern** wurden die Gewerbe- und Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag fachgerecht berücksichtigt. Bei der Ermittlung der Steuerbemessungsgrundlage hat die Bewertungsgutachterin nachvollziehbar beachtet, dass ein Großteil der im Aufwand berücksichtigten Lizenzaufwendungen nach § 8 Nr. 1 GewStG dem Gewinn aus Gewerbebetrieb anteilig hinzuzurechnen ist. Von weiteren, der Höhe nach untergeordneten Hinzurechnungen hat die Bewertungsgutachterin vereinfachend abgesehen. Da sich die Nichtberücksichtigung dieser Hinzurechnungen positiv auf das Jahresergebnis und letztendlich den Unternehmenswert der S1MAG auswirkt, stellt dies keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre da und ist nicht zu beanstanden. Die steuerlichen Verlustvorträge fanden nachvollziehbar Eingang in die Ermittlung der relevanten Bemessungsgrundlage. Die im Planungsverlauf ansteigende effektive Steuerquote resultiert aus dem sukzessiv steigenden Einfluss der Mindestbesteuerung sowie dem Umstand, dass die gewerbesteuerlichen Verlustvorträge früher verbraucht sind als die körperschaftsteuerlichen Verlustverträge.

Wie oben bereits erläutert, wurden gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung die Beteiligungen an der Match IQ GmbH und der Event IQ GmbH, an denen die S1MAG mittelbar jeweils 50,1% der Kapitalanteile hält, vollständig in der Konzernplanung berücksichtigt. Die Korrektur des Jahresüberschusses um **Anteile Dritter** fand sachgerecht Eingang in die Bewertung der Bewertungsgutachterin und wurde in ihrer gutachtlichen Stellungnahme nachvollziehbar erläutert. Von der rechnerischen Nachvollziehbarkeit und Vollständigkeit haben wir uns im Rahmen unserer Prüfung überzeugt.

Würdigung

Insgesamt wurden uns alle wesentlichen Annahmen der Planzahlen vom Management der Sport1 Medien-Gruppe nachvollziehbar erläutert. Die in den Planzahlen unterstellte Verbesserung der Ertragslage ist hierbei insbesondere abhängig von der Realisierung der geplanten Reichweitensteigerungen, von der die Relevanz der Werberäume der Sport1 Medien-Gruppe aus Sicht der Werbekunden und damit das Werbeerlöspotenzial der S1MAG bestimmt werden. Hierbei unterstellt die Planung im Vergleich zu aktuellen Marktprognosen überdurchschnittliche Wachstumsraten. Dies erachten wir vor dem Hintergrund der Ergebnisse der Plan/Ist-Vergleiche, aber auch angesichts der Herausforderungen im Markt- und Wettbewerbsumfeld insbesondere aufgrund der zu beobachtenden Fragmentierung der TV-Sender sowie alternativer Angebote durch OTT-Plattformen und Streamingdienste als ambitioniert.

Darüber hinaus erscheinen uns weitere wesentliche Ergebnispotenziale in der Planung, z.B. im Bereich Glücksspiel, aus der Ausweitung der eSports-Aktivitäten sowie aus dem Leistungsschutzrecht der Presseverleger, als risikobehaftet und insoweit erhöhten Planunterschreitungsrisiken ausgesetzt.

1.6 Nachhaltiges Ergebnis

Die Bewertungsgutachterin leitet auf Basis von Gesprächen mit dem Management der Sport1 Medien-Gruppe die nachhaltigen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung bis zum EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) auf Basis des letzten Planjahres unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% ab. Dies impliziert für den nachhaltigen Zeitraum einen Fortbestand der im Detailplanungszeitraum verfügbaren Bundesliga- und weiteren Sportrechte-Lizenzen bzw. den Erwerb alternativer, äquivalent vermarktbarer Sportrechte zu für die Sport1 Medien-Gruppe vergleichbaren Konditionen. Des Weiteren beinhaltet dieses Vorgehen, wie von der Bewertungsgutachterin nachvollziehbar dargelegt, die Annahme, dass die erzielbaren TV-Werbeerlöse langfristig stabil bleiben bzw. bei einer weiteren Verschiebung der Werbebudgets vom klassischen TV hin zu digitalen Werbeplattformen durch über die aktuelle Planung hinausgehende Steigerungen in digitalen Erlösbereichen oder bei anderen Aktivitäten kompensiert werden können. Durch die Fortschreibung ziehen sich die o.g. für den Detailplanungszeitraum aufgeführten ambitionierten Planannahmen und die damit einhergehenden Risiken von Planunterschreitungen entsprechend auch in den nachhaltigen Planungszeitraum.

Die Bewertungsgutachterin hat zur Ableitung der nachhaltigen Investitionen in Übereinstimmung mit der Einschätzung der Gesellschaft die für das letzte Planjahr 2025 prognostizierten Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen herangezogen, diese um den nicht nachhaltig anfallenden Anteil der Investitionen korrigiert und den verbleibenden Anteil im nachhaltigen Planungszeitraum fortgeschrieben. Die nachhaltigen Investitionen in Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen wurden als annuitätischer Betrag aus der Prognose der nachhaltigen Leasingverbindlichkeiten abgeleitet. Die hierzu von der Bewertungsgutachterin angestellten Berechnungen haben wir im Rahmen unserer Prüfung rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und erachten den Ansatz als ausgewogen. In der Gewinn- und Verlustrechnung hat die Bewertungsgutachterin die zu den nachhaltigen Investitionen unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums des Anlagevermögens korrespondierenden Abschreibungen angesetzt. Dies halten wir für eine fachgerechte Vorgehensweise, die wir auch rechnerisch nachvollzogen haben.

Zur Plausibilisierung der resultierenden nachhaltigen operativen Ergebnismarge von rd. 9% bezogen auf die Gesamtleistung haben wir die aus Analystenschätzungen abgeleiteten Margenerwartungen der bei der Bestimmung des Beta-Faktors berücksichtigten Vergleichsunternehmen der Sport1 Medien-Gruppe herangezogen. Im Ergebnis konnten wir feststellen, dass die nachhaltige EBIT-Marge der S1MAG vergleichbar zur durchschnittlichen mittelfristigen bzw. langfristigen Margenerwartung der Peer-Group ist und insoweit eine grundsätzlich nachvollziehbare Planannahme darstellt. Mit Blick auf den Umstand, dass der Großteil der Vergleichsunternehmen im Unterschied zur S1MAG auch in der jüngeren Vergangenheit positive Ergebnismargen erzielte und die geplante Verbesserung der EBIT-Marge der Sport1 Medien-Gruppe neben den geplanten Umsatzsteigerungen auch von noch zu realisierenden Produktivitätsverbesserungen abhängig ist, erachten wir die für den Zweck der Ertragsbewertung unterstellte nachhaltige Margenerwartung der Gesellschaft gerade auch im Vergleich zur Peer-Group als ambitioniert.

Für das nachhaltige Finanzergebnis wurden die Zinsaufwendungen für Leasing unter Heranziehung der nachhaltigen Leasingverbindlichkeiten nachvollziehbar fortgeschrieben. Da die nachhaltige Ertragsplanung den Fortbestand der Bundesliga- und weiterer Sportrechte-Lizenzen bzw. den Erwerb äquivalent vermarktbarer Sportrechte zu vergleichbaren Konditionen für die Sport1 Medien-Gruppe impliziert, erachten wir es ebenfalls als sachgerecht, die Avalprovisionen unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortzuschreiben.

Bei den Ertragsteuern hat die Bewertungsgutachterin analog zu den Steuerberechnungen der Vorjahre die Bemessungsgrundlage für den nachhaltigen Planungszeitraum fortentwickelt und unter Berücksichtigung der o.g. Steuersätze die nachhaltig anfallenden Ertragsteuern nachvollziehbar abgeleitet.

Die Ergebnisanteile Dritter am Jahresergebnis wurden analog zum Vorgehen im Detailplanungszeitraum aus den Planzahlen der Match IQ GmbH abgeleitet. Hierbei wurde die nachhaltige Ergebnisreihe ebenso unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Im Unterschied zum letzten Planjahr 2025 hat die Bewertungsgutachterin sachgerecht berücksichtigt, dass die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge nicht nachhaltig fortzuschreiben waren.

1.7 Ausschüttungsquote

Zur Festsetzung der für Bewertungszwecke anzusetzenden Ausschüttungsquote sind grundsätzlich das zum Bewertungsstichtag dokumentierte Unternehmenskonzept sowie rechtliche Restriktionen zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1, Tz. 35). Bei der Festlegung der nachhaltigen Ausschüttungsquote wird üblicherweise unterstellt, dass die Ausschüttungsquote äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern keine rechtlichen oder anderen tatsächlichen Besonderheiten (z.B. aus der Kapitalstruktur) zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge wird die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung getroffen (vgl. IDW S 1, Tz. 37).

Die Bewertungsgutachterin hat bei der Bemessung der **Ausschüttungen** im Detailplanungszeitraum den bestehenden Ausschüttungsrestriktionen der S1MAG folgend für die Geschäftsjahre 2021 bis 2024 sachgerecht eine vollständige Thesaurierung der Jahresergebnisse unterstellt. Diese sind auf den Erwerb eines Rechtepakets der DFL Deutsche Fußball Liga e.V. für die Spielzeiten 2021 bis 2024/25 sowie den in diesem Zusammenhang abgeschlossenen Avalrahmenvertrag vom 11. Juni 2021 zurückzuführen. In diesem hat sich die S1MAG verpflichtet, von Dividenden abzusehen, ihrer Hauptversammlung keine Dividenden vorzuschlagen sowie dafür Sorge zu tragen, dass die Aktionäre während der Laufzeit des Avalrahmens auf Ausschüttungen verzichten. Für weitere Details hierzu verweisen wir auf die Ausführungen der Bewertungsgutachterin.

Die bis zum Ende des Planjahres 2025 thesaurierten bzw. einbehaltenen Mittel werden bewertungstechnisch nachvollziehbar zur Finanzierung der operativen Geschäftstätigkeit sowie zur Rückführung der in Anspruch genommenen Kredite verwendet. Aufgrund der positiven Ertragsprognose baut sich über diesen Zeitraum ein signifikanter, nicht betriebsnotwendiger Kassenbestand auf. Für diesen hat die Bewertungsgutachterin im Jahr 2025 neben der Vollausschüttung des Jahresergebnisses eine zusätzliche Ausschüttung in Höhe von € 7 Mio. unterstellt. Aufgrund des signifikanten steuerlichen Einlagekontos der S1MAG (s.a. folgenden Abschnitt) werden weder die Ausschüttung des Jahresergebnisses noch die zusätzliche Ausschüttung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität mit persönlichen Steuern der Anteilseigner belastet. Aufgrund der Steuerfreiheit auf Anteilseignerebene führt dies zu keiner Benachteiligung der Minderheitsaktionäre. Für die ewige Rente wurde, basierend auf Studien zu durchschnittlichen Dividendenausschüttungsquoten in Deutschland, eine Ausschüttungsquote von 50% angesetzt. Wir halten sowohl den im Detailplanungszeitraum an den bestehenden Restriktionen als auch den nachhaltig an allgemeinen Kapitalmarktdaten orientierten Ansatz für sachgerecht und konform zum IDW S 1.

Die **Thesaurierungsbeträge** im nachhaltigen Ergebnis wurden von der Bewertungsgutachterin in die Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse einbezogen. Im nachhaltigen Ergebnis wurden die nicht für die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums notwendigen Wertbeiträge aus Thesaurierung den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet.

1.8 Persönliche Steuern auf Ausschüttungen und Thesaurierungen

Zur Ableitung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoüberschüsse sind gemäß dem Standard IDW S 1 für den vorliegenden Bewertungszweck (Ermittlung einer Barabfindung für Streubesitzaktionäre) **persönliche Steuern** zu berücksichtigen. Die Bewertungsgutachterin hat typisierend auf die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen Person abgestellt. Hierbei wäre für Dividendenausschüttungen die nach aktuellem Steuerrecht geltende Abgeltungsteuer in Höhe von 26,4% (25,0% zzgl. SolZ) zugrunde zu legen. Aufgrund des bestehenden steuerlichen Einlagekontos der S1MAG ist die Ausschüttung, wie oben dargelegt, jedoch nicht abgeltungsteuerpflichtig. Mit Blick auf den signifikanten Bestand des steuerlichen Einlagekontos hat die Bewertungsgutachterin vereinfachend unterstellt, dass auch die Ausschüttungen im nachhaltigen Planungszeitraum nicht der Abgeltungsteuer unterliegen. Dies erachten wir für eine nachvollziehbare Vereinfachung, die überdies keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre darstellt.

Für thesaurierungs- und inflationsbedingte Wertzuwächse wurde eine Effektivbesteuerung von Kursgewinnen in Höhe von 13,2% (12,5% als hälftiger Betrag des nominalen Steuersatzes von 25,0% zzgl. SolZ) angenommen. Der hälftige Steuersatz für thesaurierungsbedingte Wertzuwächse lässt sich sowohl mit der Annahme einer langen Haltedauer von Aktien als auch damit begründen, dass zwar vor dem 31. Dezember 2008 erworbene Aktien steuerfrei veräußert werden können, sich ab dem 1. Januar 2009 am Markt jedoch unterschiedliche innere Aktienwerte auf Verkäufer- und Käuferseite gegenüberstehen und daher die Effekte der Kursgewinnbesteuerung (ebenfalls 25,0% zzgl. SolZ) im Sinne einer Verhandlungslösung bereits unmittelbar eingepreist werden dürften. Die angesetzte typisierte Steuerbelastung auf Ebene der Anteilseigner wurde somit zutreffend ermittelt. Wir haben im Rahmen unserer eigenen Ertragsbewertung ein identisches Vorgehen gewählt.

Sowohl die Wertableitung der Bewertungsgutachterin als auch unsere eigene Bewertung berücksichtigt die Belastung inflationsbedingter Unternehmenswertsteigerungen mit persönlicher Einkommensteuer der Anteilseigner[3].

[3] *Vgl. IDW, Bewertung und Transaktionsberatung (WPH Edition) 1. Auflage 2018; Kapitel A Methodik der Unternehmensbewertung; Castedello/Bertram/Schöniger/Tschöpel; Ziffer 453f.*

1.9 Sonderwerte

Anteile an der Highlight Communications AG

Wie im Abschnitt 1.1 ausgeführt, verfügt die SMAG über insgesamt 6.182.518 der Aktien der Highlight Communications AG als Muttergesellschaft. Diese vereint als Strategie- und Finanzholding die operativen Segmente Sport, Film sowie Sport- und Event-Marketing. Während Ersteres die Aktivitäten der S1MAG umfasst, ist das Segment Film im Wesentlichen geprägt durch die 100%ige Beteiligung an der Constantin Film AG, München, die als Filmverleih- und Filmproduktionsgesellschaft tätig ist. Das Segment Sport- und Event-Marketing ist maßgeblich von der Geschäftstätigkeit der 100%igen Beteiligung an der TEAM Holding AG geprägt, die auf die globale Vermarktung internationaler Sport-Großveranstaltungen spezialisiert ist und insbesondere im Auftrag der UEFA die Vermarktung der europäischen Club-Fußballwettbewerbe durchführt.

Im Konzernabschluss der S1MAG wird die Beteiligung Highlight zum beizulegenden Zeitwert bilanziert und Wertänderungen im sonstigen Ergebnis (FVOCI) abgebildet.

Wie auch in Abschnitt 1.1 dargelegt, dient der Aktienbesitz derzeit vollständig der Besicherung der Betriebsmittelkreditlinie und von Avallinien. Der Dividendenanspruch findet in der der Bewertung der S1MAG zugrunde liegenden Planungsrechnung keine Berücksichtigung.

Die Bewertungsgutachterin hat die Highlight-Aktien als Sonderwert berücksichtigt, was mit einer vollständigen Erfassung des Wertes der Aktien im Unternehmenswert der S1MAG einhergeht und daher nicht zu beanstanden ist. Für die Ermittlung des Sonderwerts hat die Bewertungsgutachterin einen Wert von € 4,50 je Aktie angesetzt. Dieser entspricht dem Kaufpreis je Aktie, zu dem die Highlight Event and Entertainment AG, Pratteln/Schweiz unter Bezug auf den Verwaltungsratsbeschluss vom 17. August 2021 sowie gemäß dem uns vorliegendem Kaufvertragsentwurf beabsichtigt, Anteile der Highlight von einem unabhängigen Dritten zu erwerben. Auf dieser Grundlage ergibt sich für den Gesamtbestand der Aktien ein Sonderwert von T€ 27.821 zum Bewertungsstichtag.

Zur Plausibilisierung des Wertansatzes von € 4,50 je Highlight-Aktie hat die Bewertungsgutachterin ergänzend die Buchwerte des Eigenkapitals der Highlight zum 31. Dezember 2020 und zum 30. Juni 2021 und die (durchschnittlichen) Börsenkurse der Highlight zu verschiedenen Stichtagen sowie für verschiedene Betrachtungszeiträume herangezogen. Diese ergeben jeweils geringere Werte je Aktie. Zudem hat die Bewertungsgutachterin auf Basis der vom Management der Highlight zur Verfügung gestellten Planzahlen unter Berücksichtigung der Überkreuzbeteiligung zwischen der S1MAG und der Highlight eine überschlägige DCF-Wertberechnung der Highlight durchgeführt, die ebenfalls zu einem Wert je Aktie führt, der € 4,50 nicht übersteigt. Auch letztere Bewertung haben wir im Rahmen unserer Prüfung rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und überdies ein Interview mit dem Management der Highlight zu den vorgelegten Planzahlen sowie den generellen Geschäftsaussichten der Highlight geführt.

Da es sich bei der beabsichtigten Aktienerwerb der Highlight Event & Entertainment AG um eine Markttransaktion zwischen unabhängigen Käufern handelt und keine der Plausibilisierungen zu einem höheren Wert führt, erachten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin für sachgerecht. Von einer Berücksichtigung auf den Buchgewinn ggf. zu entrichtender Steuern hat die Bewertungsgutachterin abgesehen, da die S1MAG derzeit keine Veräußerung der Highlight Aktien in Betracht zieht. Hieraus ergibt sich keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre.

Im Ergebnis können wir die Angemessenheit des gewählten Ansatzes der Bewertungsgutachterin bzgl. des Highlight-Aktienpakets sowie die diesem zugrunde liegenden Analysen bestätigen.

Media-for-Equity-Fonds

Die S1MAG stellt einem Media-for-Equity-Fonds Mediendienstleistungen bzw. Werbeflächen zur Verfügung, die an diverse Unternehmen weitergegeben werden. Letztere vergüten den Marktwert der ausgelieferten Mediendienstleistung mit Ausgabe von Eigenkapitalanteilen an den Media-for-Equity-Fonds. Die S1MAG erwirbt indirekt Ansprüche an den von dem Media-for-Equity-Fonds gehaltenen Eigenkapitalanteilen der Unternehmen.

Die Bewertungsgutachterin hat den Wertbeitrag dieser Ansprüche, der nicht im Rahmen der Ertragswertermittlung berücksichtigt wurde, über einen Sonderwert in Höhe von T€ 1.210 berücksichtigt. Wir haben im Rahmen unserer Arbeiten die Ermittlung des Wertbeitrags rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Im Ergebnis unserer Analysen kommen wir zu der Einschätzung, dass der Einbezug dieser Unternehmen zum Fair Value auf eine ihrer Bedeutung angemessene Art und Weise erfolgt ist. Unsere Prüfung hat entsprechend zu keinen Einwänden geführt.

Weitere Beteiligungen

In der Planungsrechnung der S1MAG werden jene Beteiligungen, die im Konzernabschluss zum beizulegenden Zeitwert mit Wertänderungen über das sonstige Ergebnis bilanziert werden, nicht berücksichtigt. Aufgrund dessen hat die Bewertungsgutachterin den Wertbeitrag dieser Beteiligungen über einen Sonderwert in Höhe von T€ 503 berücksichtigt. Die Bewertung erfolgt dabei in einem vereinfachten Verfahren mit dem jeweils höchsten Wert vom Beteiligungsbuchwert, dem anteiligen Buchwert des Eigenkapitals und einem auf pauschalierenden Annahmen basierenden Ertragswert.

Aufgrund der untergeordneten Bedeutung dieser Unternehmen für den Gesamtwert der S1MAG halten wir ein vereinfachtes Vorgehen für sachgerecht. Wir haben im Rahmen unserer Arbeiten die Ermittlung des Wertbeitrags rechnerisch nachvollzogen, die herangezogenen Eingangswerte soweit möglich mit den Prüfungsberichten und ansonsten mit anderen geeigneten Dokumenten abgestimmt. Im Ergebnis unserer Analysen sind wir der Auffassung, dass der Einbezug dieser Unternehmen auf eine ihrer Bedeutung angemessenen Art und Weise erfolgt ist. Unsere Prüfung hat entsprechend zu keinen Einwänden geführt.

Rechtsstreitigkeiten

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir auch untersucht, inwieweit aus laufenden Rechtsstreitigkeiten der S1MAG Chancen und Risiken zu erwarten sind, denen für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung Rechnung zu tragen ist.

Die Bewertungsgutachterin hat im Ergebnis ihrer Beurteilung einen Sonderwert in Höhe von T€ 700 berücksichtigt. Hintergrund sind verschiedene Rechtsstreitigkeiten, aus denen zum Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten saldiert ein nicht bilanzierter Chancenüberhang resultiert. Im Ergebnis unserer Prüfungshandlungen ist dieser Einbezug potenzieller Chancen und Risiken aus laufenden Rechtsstreitigkeiten auf eine ihrer wirtschaftlichen Bedeutung nach angemessene Art und Weise erfolgt und als der Höhe nach angemessen einzustufen.

Sonstiges

Gemäß IDW S 1 ist zu prüfen, inwiefern neben dem betriebsnotwendigen Vermögen auch nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden ist. Dabei handelt es sich um Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden können, ohne dass die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (vgl. IDW S 1, Tz. 59).

Wie in Abschnitt 1.7 dargelegt, baut sich im Detailplanungszeitraum ein nicht betriebsnotwendiger Kassenbestand auf, der den Anteilseignern als zusätzliche Ausschüttung zufließt. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Prüfung keine weiteren nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte identifiziert.

2. Kapitalisierungszinssatz

Der Ansatz des Kapitalisierungszinsfußes ist durch die Rendite der besten alternativen Kapitalanlagemöglichkeit bestimmt, die hinsichtlich ihres Risikos, ihrer Laufzeit und ihrer Besteuerung mit dem Bewertungsobjekt möglichst vergleichbare Eigenschaften aufweist. Dies wurde von der Bewertungsgutachterin entsprechend dem IDW S 1 unter Verwendung des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) umgesetzt. Nach dem CAPM entsprechen die Opportunitätskosten von Eigenkapitaltiteln der Rendite risikofreier Wertpapiere zuzüglich einer Risikoprämie. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem Basiszinssatz und einer Risikoprämie für die Übernahme des unternehmerischen Risikos zusammen.

Wir haben den von der Bewertungsgutachterin ermittelten Kapitalisierungszinssatz hinsichtlich der Ableitung seiner Bestandteile Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Beta-Faktor und Wachstumsabschlag nachvollzogen und rechnerisch überprüft. Im Rahmen unserer eigenständigen Bewertung haben wir darüber hinaus eigene Analysen und eine eigene Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes durchgeführt, mit deren Hilfe wir auch den Ansatz der Bewertungsgutachterin plausibilisiert haben.

Im Ergebnis unserer Arbeiten halten wir den von Ebner Stolz abgeleiteten Kapitalisierungszinssatz für sachgerecht. Wir gehen nachfolgend auf die verschiedenen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes näher ein.

2.1. Basiszinssatz

Die Bemessung des Basiszinssatzes als risikofreier Zinssatz orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Der Durchschnitt der Renditen der im Umlauf befindlichen festverzinslichen Wertpapiere öffentlicher Emittenten lag in Deutschland in den letzten Jahrzehnten über der aktuellen Rendite vergleichbarer Wertpapiere, wobei vom aktuellen Zinsniveau nicht ohne weiteres auf eine zukünftig langfristig zu erwartende Verzinsung geschlossen werden kann. Die langfristig zu erwartende Verzinsung ist aber insofern bei der Bemessung des Basiszinssatzes zu berücksichtigen, als in der Unternehmensbewertung in aller Regel eine unbegrenzte Lebensdauer des Bewertungsobjektes unterstellt wird. Bei der Festlegung des Basiszinssatzes ist also zu berücksichtigen, dass die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist, sodass der Basiszinssatz ein fristadäquater Zinssatz sein muss (Laufzeitäquivalenz).

Gemäß der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW empfohlenen Methode[4], die sich auf ein von der Bundesbank angewandtes Verfahren zur Schätzung von Zerobond-Renditen über verschiedene Laufzeiten stützt, wird der Basiszins unter Berücksichtigung der jeweils aktuellen Zinsstrukturkurve quasi-risikofreier Zerobond-Anleihen bestimmt. Die dafür benötigten Parameter werden täglich von der Bundesbank veröffentlicht und liegen unserer Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler wurde der Basiszins von der Bewertungsgutachterin auf Basis der täglichen Durchschnittszinssätze der drei Monate vor dem Abschluss der Bewertungsarbeiten abgeleitet und der Empfehlung des FAUB[5] folgend auf ⅒-Prozentpunkte gerundet. Wir haben unter Anwendung dieser methodischen Vorgehensweise eine eigene Berechnung des Basiszinssatzes durchgeführt und gelangen zum Ende unserer Arbeiten, ebenso wie die Bewertungsgutachterin, zu einem Basiszins von 0,1% vor persönlicher Einkommensteuer.

Der Basiszinssatz ist analog zur Ableitung der Nettoausschüttungen um die auf Anteilseignerebene anfallende Abgeltungsteuer zzgl. SolZ zu kürzen. Der resultierende Basiszinssatz nach persönlichen Steuern beläuft sich auf 0,07%.

---

[4] *IDW Fachnachrichten 2005 S. 555f, IDW Fachnachrichten 2006 S. 581 und IDW Fachnachrichten 2008 S. 490f. sowie „Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB 25.10.2019“, veröffentlicht am 25. Oktober 2019 auf der Homepage des IDW.*

[5] *IDW Fachnachrichten 2016 S. 732.*

2.2. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie bildet die Renditedifferenz zwischen der Anlage im so genannten Marktportfolio und der Anlage in risikolosen Wertpapieren ab. Sie stellt damit die Überrendite dar, welche Investoren für die Übernahme der im Vergleich zu risikolosen Wertpapieren höheren Risiken von Aktienanlagen fordern.

Zahlreiche Kapitalmarktstudien haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit mehrheitlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikolosen, festverzinslichen Wertpapieren. Dabei variieren in diesen Studien neben den untersuchten Märkten und Betrachtungszeiträumen vor allem die gewählten Methoden zur Durchschnittsbildung und die Substitute für den risikofreien Zins. Im Ergebnis weichen auch die ermittelten Marktrisikoprämien voneinander ab.

Untersuchungen, die zwischen der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern und der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern differenzieren, haben gezeigt, dass die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in der Vergangenheit je nach Zeitraum und Steuersatz um etwa einen Prozentpunkt höher lag als die Vorsteuer-Marktrisikoprämie. Unter Berücksichtigung seinerzeit üblicher Marktrisikoprämien vor persönlicher Einkommensteuer und unter Abwägung dieser Ergebnisse wurde von Seiten des FAUB vor der Unternehmenssteuerreform 2008 empfohlen, die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern innerhalb einer Bandbreite von 5,0% bis 6,0% zu bemessen. Diese Empfehlung wurde seitens des FAUB im Jahr 2009 entsprechend den erwarteten Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 bzw. der in diesem Zusammenhang eingeführten Abgeltungsteuer auf Kapitalerträge modifiziert. Im Kern der Argumentation wurde dabei davon ausgegangen, dass die im Ergebnis der Steuerreform erhöhte Steuerbelastung zumindest in Teilen durch höhere Renditenforderungen der Anleger kompensiert werden kann und somit die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern nur um etwa einen Prozentpunkt sinken wird. Die Bandbreite der empfohlenen Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern wurde daher vom FAUB Ende 2009 auf 4,0% bis 5,0% korrigiert.

Unter Verweis auf negative Renditen inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen sowie teilweise negative nominale Renditen von Bundesanleihen im kurzen Laufzeitbereich hat der FAUB seine Empfehlungen zur Marktrisikoprämie im September 2012 revidiert. Hiernach sei im Vergleich zur Empfehlung aus 2009 insbesondere von einer veränderten Kapitalmarkt-situation auszugehen. Dafür sprächen neben den gestiegenen Spreads zwischen deutschen und anderen europäischen Staatsanleihen auch die gestiegenen Spreads zwischen Interbankenzinsen und Staatsanleihen, sodass im Ergebnis von einer veränderten Risikotoleranz der Kapitalmarktteilnehmer auszugehen sei und die Übernahme von Risiken entsprechend höher zu vergüten wäre. Im Ergebnis wurde die empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern durch den FAUB um 1%-Punkt auf 5,0% bis 6,0% angehoben.

Mit Blick auf die nunmehr durchgängig in nahezu allen Laufzeitbändern negative Zinsstrukturkurve wurde in der FAUB-Sitzung am 22. Oktober 2019 eine nochmalige Modifikation der Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf 5,0% bis 6,5% beschlossen (bzw. 6,0% bis 8,0% vor persönlichen Einkommensteuern). Dabei wurde seitens des FAUB insbesondere berücksichtigt, dass den insgesamt leicht rückläufigen Gesamtrenditen von Aktienanlagen deutlich stärkere Rückgänge im Bereich der Staatsanleihen gegenüberstehen. Der FAUB basiert dabei seine Empfehlung auf einem ganzheitlichen Ansatz, welcher sowohl langfristige Studien zur Überrendite risikobehafteter Eigenkapitaltitel gegenüber einer risikolosen Anlage als auch aktuell marktseitig beobachtbare Überrenditen berücksichtigt.

Insgesamt erachten wir die aktuelle Argumentation des FAUB und die daraus gezogenen Schlussfolgerungen für sachgerecht und halten die von der Bewertungsgutachterin in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75% für angemessen. Wir legen unserer eigenen Bewertung ebenfalls eine Marktrisikoprämie von 5,75% zugrunde.

2.3. Beta-Faktor

Der Beta-Faktor ist grundsätzlich ein Maß für das unternehmensindividuelle Risiko in Relation zum Marktrisiko. Dabei wird das Marktrisiko in der Theorie durch ein Portfolio aus allen weltweit existierenden, riskanten Anlagemöglichkeiten abgebildet. Aufgrund der faktischen Unmöglichkeit, ein entsprechendes Portfolio abzubilden, wird dieses in der Praxis üblicherweise durch einen Aktienindex approximiert. Die Ermittlung des Beta-Faktors eines Unternehmens erfolgt im Wege einer statistischen Regressionsanalyse der Aktienrendite auf die Indexrendite.

Im Folgenden gehen wir auf die zur Beta-Ermittlung herangezogenen Vergleichsunternehmen und auf den Umgang mit alternativ bestehenden Vorgehensweisen bzgl. der konkreten Errechnung der Beta-Faktoren ein.

Peer-Group

Es liegt grundsätzlich nahe, den unternehmenseigenen Beta-Faktor als Maß für die Risikostruktur zu nutzen. Im Fall der S1MAG führen aber unter anderem das Delisting im Herbst 2019 und die vergleichsweise geringen Handelsvolumina im Freiverkehr an der Börse in Hamburg seither zu einer eingeschränkten Aussagekraft unternehmenseigener Beta-Faktoren zum Bewertungsstichtag, sodass wir ebenso wie die Bewertungsgutachterin den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors im Rahmen der Bewertung nicht verfolgt haben.

Im Einzelnen hat die Bewertungsgutachterin in diesem Zusammenhang anhand statistischer Kennzahlen (Bestimmtheitsmaß) und Verfahren zur Regressionsgüte (t-Test) sowie auf Basis einer Untersuchung liquiditätsbezogener Kennzahlen die Eignung des unternehmenseigenen Beta-Faktors näher analysiert. Auf Basis dieser Analysen kommt sie zu dem Ergebnis, dass dieser Beta-Faktor nicht geeignet ist, das operative, systematische Risiko der S1MAG mit hinreichender Aussagekraft abzubilden. Im Ergebnis unserer Prüfung teilen wir die Auffassung der Bewertungsgutachterin und halten den eigenen Betafaktor der S1MAG für nicht hinreichend aussagekräftig bzgl. des systematischen Risikos des Bewertungsobjekts.

Die Bewertungsgutachterin hat den für die Ertragsbewertung der S1MAG AG zugrunde gelegten Beta-Faktor aus einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer-Group) abgeleitet. Dieses Vorgehen ist im Fall eines nicht ermittelbaren bzw. nicht aussagekräftigen eigenen Beta-Faktors üblich. Wir sind in unserer eigenen Bewertung ebenso verfahren.

Bei der Beurteilung der Sachgerechtigkeit des Vorgehens der Bewertungsgutachterin haben wir die aus 14 Unternehmen bestehende Peer-Group der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und hinterfragt. Zur Bestimmung einer geeigneten Peer-Group hat die Bewertungsgutachterin auf Basis verschiedener Suchstrategien zunächst eine so genannte Longlist (96 Unternehmen) erstellt. Dabei wurden u.a. über diverse Suchabfragen in der Datenbank des Finanzdienstleisters Bloomberg Unternehmen identifiziert, die der Industrieklassifikation sowie einer generellen Schlagwortsuche zur Sport1 Medien-Gruppe nach in ihren Unternehmensbeschreibungen vergleichbare Geschäftstätigkeiten aufweisen. Zudem fanden in früheren Bewertungen sowie für den Impairmenttest herangezogene Vergleichsunternehmen sowie die Highlight als Mutterunternehmen Berücksichtigung.

Die Longlist wurde anschließend ausgehend von einer Analyse der operativen Geschäftstätigkeit und der Wettbewerbssituation der S1MAG sowie anhand von Diskussionen mit der S1MAG auf hinsichtlich des operativen Risikos der Gesellschaft vergleichbare Unternehmen reduziert. Der Fokus lag hierbei auf börsennotierten Unternehmen, die in strukturell vergleichbaren Märkten tätig sind, die dabei Umsätze im Wesentlichen aus Werbeerlösen erzielen und deren Entwicklung insoweit stark durch die Entwicklung des Werbemarkts bestimmt ist und die zudem TV-Sender betreiben sowie Programminhalte und -formate sowie sonstigen Content produzieren und vertreiben. Ergänzend zu diesen inhaltlichen Auswahlkriterien wurde die Liquidität des Aktienhandels der identifizierten Peer-Group-Unternehmen anhand der historischen Geld-Brief-Spannen analysiert. Die in der resultierenden Shortlist befindlichen 14 Peer-Group-Unternehmen erfüllen alle die Anforderung eines hinreichend liquiden Handels. Bei der rechnerischen Ableitung der Beta-Faktoren hat die Bewertungsgutachterin zudem sachgerecht die statistische Güte der unternehmensspezifischen Beta-Faktoren der Peer-Group überprüft.

Wir erachten die seitens der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegten Auswahlkriterien als nachvollziehbar und stufen die von der Bewertungsgutachterin herangezogene Vergleichsgruppe als sachgerecht ein. Unsere Prüfung der Dokumentation zur Herleitung der Peer-Group durch Ebner Stolz sowie das stichprobenartige Nachvollziehen der nach unserer Einschätzung umfassenden Suchstrategien und Schlagwortabfragen der Bewertungsgutachterin hat darüber hinaus auch nicht zur Identifikation weiterer Unternehmen geführt, die wir in die Peer-Group hätten einbeziehen wollen. Für die Beschreibung der verwendeten Peer-Group-Unternehmen verweisen wir auf den Bericht der Bewertungsgutachterin.

Ebner Stolz hat für die Peer-Group in einer Gesamtschau einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,9 gutachtlich festgelegt. Dieser liegt innerhalb der Bandbreite der Beta-Faktoren, die sich bei unterschiedlichen, jeweils sachgerechten Parametrisierungen der Beta-Ermittlung ergeben (angewandte Parametrisierungen: Raw Beta, Adjusted Beta, Unlevering mit Debt Beta, zwei bzw. fünf Jahre Beobachtungszeitraum, wöchentliche bzw. monatliche Renditen, breiter lokaler und globaler Referenzindex, unsichere Tax Shields).

Aufgrund der bestehenden Ermessensspielräume und weiterer vertretbarer methodischer Ansätze bei der Ableitung von Beta-Faktoren haben wir unter Berücksichtigung der gleichen Peer-Group die Relevanz und Auswirkungen einer Variation weiterer wesentlicher Ermittlungsparameter analysiert. Wie nachfolgend näher erläutert, halten wir das Vorgehen von Ebner Stolz und den ermittelten Beta-Faktor im Ergebnis dieser Analysen für sachgerecht.

Beobachtungszeitraum und Renditeintervall

Bei der Festlegung des Zeitraumes zur Beta-Berechnung haben sich in der Bewertungspraxis vor allem zwei Varianten durchgesetzt, für deren Wahl die Aktualität der Daten und die statistische Signifikanz abzuwägen sind. Eng mit dem gewählten Zeitraum verbunden ist zudem die Festlegung des Renditeintervalls, da sich eine statistisch relevante Datenbasis bei mindestens 50 Datenpunkten bewegen sollte[6]. Die eine Berechnungsvariante stellt auf einen Fünfjahreszeitraum mit monatlichen Datensätzen (rd. 60 Datensätze) ab, während in der anderen Variante ein Zweijahreszeitraum mit wöchentlichen Datensätzen (rd. 104 Datensätze) betrachtet wird.

Für monatliche Renditen spricht insbesondere, dass sich der so genannte Intervalling-Effekt, der in der Literatur auf Handelsfriktionen zurückgeführt wird, mit zunehmendem Renditeintervall abschwächt. Darüber hinaus kommt eine Untersuchung von Stellbrink und Brückner über die Auswirkungen der zugrunde gelegten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle auf Basis der Beta-Faktoren von Unternehmen des DAX und des TecDAX zu dem Ergebnis, dass die höchste statistische Güte bei der Kombination eines Fünfjahres-

6 Vgl. z.B.: Meitner/Streitferdt: Die Bestimmung des Betafaktors. In Peemöller: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 7. Auflage. 2019, S. 603ff.

zeitraums mit monatlichen Renditen erreicht wird[7]. Dagegen führt ein erhöhter Stichprobenumfang aus statistischer Sicht zu einer verbesserten Ergebnisgenauigkeit, was eher über eine Zweijahresbetrachtung mit wöchentlichen Datenpunkten erreicht wird. Aus rein statistischen Erwägungen ist eine zwingende Argumentation zugunsten der einen oder anderen Methode grundsätzlich nicht gegeben.

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Ableitung schließt beide genannten Zeiträume (zwei Jahre und fünf Jahre) ein. Wir betrachten in unserer eigenen Bewertung ebenfalls Ermittlungen über zwei Jahre bei wöchentlichem Renditeintervall und über fünf Jahre bei monatlichem Renditeintervall.

Vergleichsindex

Bei der Auswahl des Vergleichsindex kommen grundsätzlich lokale, regionale (auf länderübergreifende regionale Wirtschaftsräume bezogene) oder weltweite Indizes infrage. Während lokale Indizes (hier verwendet der breiteste verfügbare nationale Index) insbesondere den Vorteil haben, wechselkursbedingte Verzerrungen zu vermeiden, spricht für regionale (z.B. Dow Jones STOXX 600® für Europa) oder weltweite Indizes die breitere Diversifikation bzw. die Abbildung einer anlegerseitig zunehmend internationalen Orientierung bei Kapitalanlageentscheidungen.

Die Bewertungsgutachterin hat sowohl auf einen lokalen als auch auf globalen Index abgestellt. Dies ist vor dem Hintergrund der gängigen Ansätze nicht zu beanstanden. Wir betrachten in unserer eigenen Analyse einen alternativen globalen Index sowie ergänzend regionale Indizes (zu den Ergebnissen s.u.).

Unlevering

Bei den unmittelbar aus den Renditeinformationen errechneten Beta-Faktoren handelt es sich um so genannte Raw Betas, die neben dem operativen Risiko auch das spezifische Verschuldungsrisiko des betrachteten Unternehmens abbilden. Diese Raw-Beta-Faktoren wurden zunächst in fiktiv unverschuldete Beta-Faktoren umgerechnet („Unlevering“) und anschließend an die spezifische Finanzierungsstruktur der S1MAG angepasst („Relevering“).

Ebner Stolz ist bei der Ableitung der unlevered Beta-Faktoren dem so genannten Debt-Beta-Ansatz gefolgt, der die Risikoabsorption durch die Fremdkapitalgeber in die Berechnung einbezieht. Dies gehört zu den in der Bewertungspraxis üblichen Vorgehensweisen, ohne sich dabei als zwingend anzuwendendes und damit dominierendes Verfahren herausgebildet zu haben. Wir haben aufgrund der Üblichkeit des Vorgehens im Rahmen unserer eigenen

7 Vgl. Stellbrink/Brückner: Beta-Schätzzeitraum und Renditeintervall unter statistischen Gesichtspunkten, Bewertungspraktiker 3/2011, S. 8.

Berechnungen die unverschuldeten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen ebenfalls unter Einbeziehung des Debt Beta auf Basis der Raw-Beta-Faktoren ermittelt.

Zentrales Element des Unlevering ist der Verschuldungsgrad. Im Rahmen des Unlevering ist dabei eine Annahme zu den Steuervorteilen aus der Fremdfinanzierung (so genannte Tax Shields) zu treffen. Die Annahme sicherer Tax Shields impliziert, dass die Steuervorteile aus Fremdfinanzierung keinem Risiko unterliegen, etwa wenn die Finanzierungsstruktur aufgrund vertraglicher Regelungen weitestgehend fixiert ist (autonome Finanzierungstruktur). Da dies in der Regel nur für einen Teil des Fremdkapitals gilt, übrige Fremdkapitalbestandteile aber oftmals analog zu den Überschüssen bzw. Unternehmenswerten schwanken können (atmende Finanzierungsstruktur), ist in der Praxis alternativ häufig die Annahme unsicherer Tax Shields zu beobachten. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Ansätzen liegt im verwendeten Kapitalisierungszinssatz bei der Diskontierung dieser Steuervorteile. Die Bewertungsgutachterin hat unsichere Tax Shields angenommen. Aus unserer Sicht sind beide Ansätze gleichermaßen vertretbar, sofern diese jeweils konsistent sowohl beim Un- als auch beim Relevering angewendet werden. Im Rahmen unserer eigenen Beta-Ableitung bzw. Bewertung haben wir beide Varianten betrachtet.

Ausgehend von den oben dargestellten Analysen haben wir eigene Beta-Faktoren für die genannten Ermittlungsszenarien berechnet. Zusammenfassend ergeben sich über die verschiedenen Beobachtungszeiträume und Vergleichsindizes unter der Annahme unsicherer Tax Shields folgende Werte:

Unlevered Beta | Annahme unsicherer Tax Shields						
Peer-Group-Unternehmen	**2 Jahre wöchentlich**			**5 Jahre monatlich**		
	lokaler Index	**regionaler Index**	**globaler Index**	**lokaler Index**	**regionaler Index**	**globaler Index**
Atresmedia Corp de Medios de Comunicacion SA	0,66	0,54	0,35	0,83	0,95	0,77
ViacomCBS Inc	0,88	0,87	0,92	1,07	1,06	1,10
Discovery Inc	0,61	0,60	0,64	0,82	0,81	0,86
ITV PLC	1,45	1,30	1,39	1,74	1,75	1,40
Mediaset SpA	0,60	0,68	0,39	1,03	1,08	0,68
ProSiebenSat.1 Media SE	0,78	0,84	0,84	1,06	1,15	0,97
RTL Group SA	0,62	0,68	0,70	0,74	0,88	0,72
Television Francaise 1	0,77	0,83	0,60	1,09	1,25	1,08
AMC Networks Inc	0,56	0,55	0,57	0,78	0,76	0,82
Fox Corp	0,78	0,79	0,82	n/a	n/a	n/a
Gray Television Inc	0,85	0,85	0,90	1,01	1,01	1,04
EW Scripps Co/The	0,98	0,97	1,02	1,21	1,20	1,23
Corus Entertainment Inc	0,77	0,69	0,72	0,85	0,69	0,72
Sinclair Broadcast Group Inc	0,72	0,72	0,75	0,80	0,79	0,81
Mittelwert	**0,79**	**0,78**	**0,76**	**1,00**	**1,03**	**0,94**
Anzahl	**14**	**14**	**14**	**13**	**13**	**13**

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aus diesen verschiedenen Szenarien spannt sich unter der Annahme unsicherer Tax Shields eine Bandbreite von Beta-Faktoren von 0,76 bis 1,03 auf. Der von Ebner Stolz angesetzte

Beta-Faktor von 0,9 liegt im mittleren Bereich dieser Bandbreite und ist insofern als ausgewogen einzustufen.

Werden im Gegensatz dazu sichere Tax Shields unterstellt, ergibt sich eine Bandbreite möglicher Beta-Faktoren von 0,86 bis 1,16:

Unlevered Beta | Annahme sicherer Tax Shields						
Peer-Group-Unternehmen	2 Jahre wöchentlich			5 Jahre monatlich		
	lokaler Index	regionaler Index	globaler Index	lokaler Index	regionaler Index	globaler Index
Atresmedia Corp de Medios de Comunicacion SA	0,69	0,56	0,37	0,86	0,99	0,80
ViacomCBS Inc	1,00	1,00	1,06	1,23	1,21	1,27
Discovery Inc	0,70	0,69	0,74	0,96	0,96	1,01
ITV PLC	1,49	1,33	1,43	1,80	1,80	1,44
Mediaset SpA	0,65	0,74	0,42	1,11	1,16	0,73
ProSiebenSat.1 Media SE	0,90	0,97	0,97	1,20	1,30	1,10
RTL Group SA	0,65	0,71	0,73	0,77	0,92	0,75
Television Francaise 1	0,81	0,86	0,63	1,11	1,27	1,10
AMC Networks Inc	0,67	0,65	0,68	0,93	0,90	0,97
Fox Corp	0,83	0,84	0,86	n/a	n/a	n/a
Gray Television Inc	1,03	1,03	1,08	1,25	1,25	1,29
EW Scripps Co/The	1,19	1,18	1,24	1,44	1,44	1,47
Corus Entertainment Inc	0,94	0,84	0,88	1,02	0,82	0,86
Sinclair Broadcast Group Inc	0,93	0,92	0,96	1,03	1,02	1,04
Mittelwert	**0,89**	**0,88**	**0,86**	**1,13**	**1,16**	**1,06**
Anzahl	**14**	**14**	**14**	**13**	**13**	**13**

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die unverschuldeten Beta-Faktoren bei Annahme sicherer Tax Shields liegen aufgrund des geringeren auf die Eigenkapitalgeber entfallenden Kapitalstrukturrisikos oberhalb der unverschuldeten Beta-Faktoren bei Annahme unsicherer Tax Shields.

Adjustment von Beta-Faktoren

Die sich aus der Regression unmittelbar ergebenden Beta-Faktoren sind so genannte Raw-Beta-Faktoren, d.h. sie geben (ausschließlich) die Regressionsergebnisse wieder. Teilweise wird jedoch auch die Auffassung vertreten, dass sich verschuldete Beta-Faktoren langfristig dem Durchschnittswert von 1,0 annähern und daher auf so genannte „Adjusted"-Beta-Faktoren abzustellen sei, die diesen Annäherungsprozess abbilden. Dies erfolgt mittels einer Gewichtungsformel, in deren bekanntester Ausprägung der Raw-Beta-Faktor der Aktie zu 2/3 und der Beta-Faktor des Marktes, der per Definition 1,0 ist, zu 1/3 eingeht. Auf diese Weise soll der vergangenheitsbezogen abgeleitete Raw-Beta-Faktor um eine Zukunftskomponente ergänzt werden, die pauschal als Entwicklungs- bzw. Reifungstrend hin zum Marktdurchschnitt angenommen wird. Die in diesem Ansatz pauschal unterstellte langfristige Konvergenz von Beta-Faktoren in Richtung des Marktdurchschnitts ist jedoch weder theoretisch noch empirisch weiter belegt.

Fazit

Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Beta-Faktor von 0,9 liegt im mittleren Bereich einer vertretbaren Bandbreite und ist damit als ausgewogen und unter Würdigung der zahlreichen verschiedenen methodischen Ansätze zur Ableitung von Beta-Faktoren als sachgerecht einzustufen. In unserem eigenen Modell haben wir ebenfalls einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,9 unter der Annahme unsicherer Tax Shields angesetzt.

Relevering

Der unverschuldete Beta-Faktor wurde in einem nächsten Schritt an die spezifische Finanzierungsstruktur der Sport1 Medien-Gruppe angepasst. Im Ergebnis berücksichtigt die Bewertungsgutachterin periodenspezifische, die Kapitalstruktur der Sport1 Medien-Gruppe reflektierende Beta-Faktoren zwischen 0,91 und 0,95. Diese haben wir rechnerisch nachvollzogen.

Wachstumsabschlag

Es ist davon auszugehen, dass die Kapitalmarktrendite einen Ausgleich für die Geldentwertung enthält. Deshalb sind beim Vergleich der Kapitalmarktrendite und der Rendite aus Unternehmensgewinnen die unterschiedlichen Auswirkungen von Inflationseinflüssen zu berücksichtigen. Der in der Kapitalmarktrendite enthaltene Ausgleich für die Geldentwertung folgt mittelfristig weitgehend der Entwicklung der Inflationsrate.

Dies muss bei Unternehmensgewinnen nicht der Fall sein. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von der Markt- bzw. der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Kostensteigerungen können durch Rationalisierungsmaßnahmen ohne Gewinneinbußen aufgefangen oder bei geeigneter Marktposition an die Kunden weitergegeben werden; sie können aber auch zu Gewinneinbußen führen, wenn der Markt die Weitergabe nicht ermöglicht und interne Maßnahmen zur Kostenreduzierung nicht durchsetzbar oder bereits ausgeschöpft sind. Es ist deshalb nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Geldentwertungsrate wachsen. Empirische Analysen zeigen, dass es Unternehmen in Deutschland historisch durchschnittlich nicht gelungen ist, ein Gewinnwachstum in Höhe der Inflationsrate zu erreichen. Vielmehr betrug die Wachstumsrate der Gewinne etwa 50% der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Zwar werden in einzelnen Planjahren durchaus deutlich höhere Wachstumsraten von den Unternehmen angestrebt und auch erzielt. Es zeigt sich jedoch, dass die Unternehmen regelmäßig auch Gewinneinbrüche erleiden. Im Durchschnitt führte dies in der Vergangenheit zu einem Wachstum unterhalb der Inflationsrate.

Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist vom Kapitalisierungszins ein so genannter „Wachstumsabschlag“ abzuziehen. Die Höhe dieses Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, welches Ergebniswachstum für das betrachtete Unternehmen nachhaltig zu erwarten ist. Im Planungszeitraum ist ein solcher Abschlag demgegenüber nicht

anzusetzen, da hier die zu erwartende Ergebnisentwicklung bereits vollständig im Rahmen der Planung, die eine Planung auf Basis nominaler Werte darstellt, berücksichtigt ist.

Die von der Europäischen Zentralbank angestrebte langfristige Preissteigerungsrate beträgt 2,0%. Aktuell liegen die Erwartungen für den Euroraum leicht darunter. Aufgrund der empirischen Erkenntnisse über die tatsächlich erreichten Gewinnsteigerungen von Unternehmen in Deutschland wäre eine durchschnittliche Wachstumsrate im Bereich von 1,0% bzw. leicht darunter zu erwarten.

Die Bewertungsgutachterin hat die Bestimmung der nachhaltigen Wachstumsrate unter Einbeziehung der historischen und erwarteten Veränderung des Verbraucherpreisindex für Deutschland und der daraus abgeleiteten Inflationserwartung sowie der Wettbewerbsposition der Sport1 Medien-Gruppe getroffen. Zusammenfassend kommt die Bewertungsgutachterin zu der Einschätzung, dass die Sport1 Medien-Gruppe zwar nachhaltig in der Lage sein dürfte, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an ihre Kunden weiterzugeben, das Ausmaß der Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen aber begrenzt ist. Die auf dieser Basis festgelegte Wachstumsrate beträgt 1,0% p.a. und liegt damit auf o.g. durchschnittlichem Niveau.

Im Ergebnis unserer Analyse des Geschäftsmodells und der Wettbewerbssituation der Sport1 Medien-Gruppe teilen wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin hinsichtlich einer begrenzten Überwälzbarkeit von inflationsbedingten Kostensteigerungen. Dies begründet sich zunächst mit dem intensivem Wettbewerbsumfeld, in dem sich die Sport1 Medien-Gruppe bewegt. Dieses ist von der zunehmenden Diversifizierung und Fragmentierung der TV-Sender auch mit Blick auf das auf unterschiedlichste Player verteilte Sportangebot und den Markteintritt weiterer Anbieter, die ihren Content online- bzw. mobilebasiert über OTT-Angebote („Over-the-top“) verbreiten, geprägt. Letztere verstärken zudem den Wettbewerb um die für die Sport1 Medien-Gruppe essenziellen Lizenzen auf dem nationalen und internationalen Sportübertragungsmarkt und verfügen überdies zumindest teilweise über bessere Finanzierungsmöglichkeiten als die Sport1 Medien-Gruppe. Des Weiteren erscheinen mit Blick auf den hohen Wettbewerbsdruck steigende Werbepreise nur in begrenztem Umfang realistisch. Vor diesem Hintergrund stufen wir den Wachstumsabschlag von 1,0% als sachgerecht ein.

2.4. Resultierender Kapitalisierungszinssatz

Ausgehend von den oben dargestellten Parametern ergibt sich für die S1MAG folgender Kapitalisierungszins, den wir unserer Ertragsbewertung zugrunde gelegt haben. Dieser weicht aufgrund technischer Unterschiede im Prozess des Un- und Relevering geringfügig von Ebner Stolz ab.

S1MAG | Kapitalisierungszinssatz	FC 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	TV 2026ff.
Basiszinssatz	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Typisierte Einkommenssteuer	(0,03)%	(0,03)%	(0,03)%	(0,03)%	(0,03)%	(0,03)%
Basiszinssatz nach Einkommenssteuer	**0,07%**	**0,07%**	**0,07%**	**0,07%**	**0,07%**	**0,07%**
Marktrisikoprämie nach Einkommensteuer	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Verschuldungsgrad	8,79%	8,89%	10,88%	4,50%	2,18%	4,93%
Betafaktor verschuldet	0,94	0,94	0,95	0,92	0,91	0,93
Risikozuschlag	**5,43%**	**5,42%**	**5,45%**	**5,29%**	**5,24%**	**5,33%**
Wachstumsrate	-	-	-	-	-	(1,00)%
Kapitalisierungszinssatz	**5,51%**	**5,50%**	**5,52%**	**5,36%**	**5,31%**	**4,40%**

Quelle: eigene Berechnungen Mazars

3. Ertragswertableitung und Gesamtwürdigung

Der Unternehmenswert der S1MAG wurde von der Bewertungsgutachterin fachgerecht ermittelt. Durch die Abzinsung der den Anteilseigner zufließenden Nettoausschüttungen mit dem Kapitalisierungszinssatz wurde der Ertragswert des operativen Geschäfts ermittelt. Nach Berücksichtigung der Sonderwerte beträgt der von Ebner Stolz ermittelte Unternehmenswert der S1MAG zum Bewertungsstichtag, dem 14. Dezember 2021, € 183,8 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von € 1,96. Die rechnerische Richtigkeit der Wertermittlung von Ebner Stolz haben wir durch unsere eigenen Berechnungen nachvollzogen und können diese bestätigen. Auf Basis unserer eigenen Berechnungen stellt sich die Ertragswertableitung der S1MAG wie in folgender Übersicht zusammengefasst dar:

S1MAG | Ermittlung Unternehmenswert						
T€	FC 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	TV 2026ff.
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	(3.204)	802	4.484	7.880	8.111	8.657
Innenfinanzierung/Thesaurierung	3.204	(802)	(4.484)	(7.880)	-	-
Sonderausschüttung	-	-	-	-	7.000	-
Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-	-	(184)
Ausschüttungsfähige Überschüsse	**-**	**-**	**-**	**-**	**15.111**	**8.473**
Ausschüttung vor Steuern	-	-	-	-	*15.111*	*4.328*
Persönliche Einkommensteuer	-	-	-	-	-	-
Ausschüttung nach Steuern	-	-	-	-	15.111	4.328
Thesaurierung vor Steuern	-	-	-	-	-	*4.145*
Persönliche Einkommensteuer	-	-	-	-	-	(777)
Thesaurierung nach Steuern	-	-	-	-	-	3.367
Nettoeinnahmen	**-**	**-**	**-**	**-**	**15.111**	**7.696**
Kapitalisierungszinssatz	5,51%	5,50%	5,52%	5,36%	5,31%	4,40%
Barwertfaktor	0,95	0,90	0,85	0,81	0,77	17,44
Barwerte zum 1. Januar 2021	**-**	**-**	**-**	**-**	**11.595**	**134.238**
Aufzinsung	1,05					
Ertragswert zum 14. Dezember 2021	**153.480**					
Highlight Communications AG	*27.821*					
Sonstige Beteiligungen	*530*					
Media-for-Equity Fonds	*1.273*					
Rechtsstreitigkeiten	*700*					
Summe Sonderwerte zum 14. Dezember 2021	30.324					
Unternehmenswert zum 14. Dezember 2021	**183.804**					
Anzahl Aktien (Stk.)	93.600.000					
Wert je Aktie per 14. Dezember 2021 (in €)	**1,96**					

Quelle: eigene Berechnungen Mazars

Zusammenfassend erachten wir die von der Bewertungsgutachterin für die Ertragswertermittlung herangezogenen Planzahlen der Gesellschaft für eine geeignete Grundlage. Im Ergebnis unserer Analysen sehen wir für diese Planzahlen aufgrund tendenziell ambitionierter Planprämissen, die ihnen zugrunde liegen, ein deutlich höheres Downside- als Upside-Potenzial. Da eine tendenziell ambitionierte Planungsrechnung die Angemessenheit der Barabfindung nicht einschränkt, haben wir vorliegend von weiteren Ertragswertberechnungen auf Basis alternativer Planungsszenarien abgesehen.

IV. Plausibilisierung des Unternehmenswerts mittels Multiplikatorbewertungen

Zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse hat Ebner Stolz, dem Standard IDW S 1 folgend, zusätzlich eine Bewertung mit Hilfe von Multiplikatoren vorgenommen.

In der Bewertungspraxis üblich ist insbesondere die Verwendung von EV/EBIT- oder EV/EBITDA-Multiplikatoren. Das Multiplikatorverfahren ermittelt Unternehmenswerte mittels am Kapitalmarkt abgeleiteter Vervielfältiger, den so genannten Multiplikatoren. Diese werden auf Grundlage der aus aktuellen Aktienkursen oder Kaufpreisen bei Transaktionen resultierenden Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet und auf die entsprechenden Kennzahlen (EBIT, EBITDA, in Ausnahmefällen auch Umsatz) des zu bewertenden Unternehmens übertragen.

Bei Anwendung so genannter Equity-Multiplikatoren wird als Referenzgröße auf den Marktwert des Eigenkapitals des Vergleichsunternehmens abgestellt, während bei der Ermittlung so genannter Entity-Multiplikatoren der Gesamtwert des Unternehmens ermittelt wird, von dem der Wert des Fremdkapitals abzuziehen ist, um den Marktwert des Eigenkapitals zu erhalten. Equity-Multiplikatoren können verwendet werden, wenn Vergleichsunternehmen und Bewertungsobjekt hinsichtlich der Finanzierungsstruktur vergleichbar sind. Für eine von der Finanzierungsstruktur unabhängige Bewertung hingegen ist auf Entity-Multiplikatoren abzustellen.

Für die Prüfung der von der Bewertungsgutachterin verwendeten EV/EBIT-Trading Multiples haben wir auf die vom Datendienstleister Bloomberg zur Verfügung gestellten Analystenschätzungen zurückgegriffen und Multiplikatoren für die börsennotierte Peer-Group ermittelt, die die für die Ableitung des Beta-Faktors herangezogenen Vergleichsunternehmen umfasst. In Ergänzung zur Bewertungsgutachterin haben wir auch die Analystenschätzungen über das Planjahr 2023 hinaus in unsere Analysen der börsenkursbasierten Multiplikatoren („Trading-Multiples“) einbezogen. Analog zum Vorgehen der Bewertungsgutachterin haben wir hierbei auf Entity-Multiplikatoren auf Basis der Referenzgrößen EBITDA und EBIT abgestellt und den Referenzzeitpunkt variiert.

Die resultierenden Multiplikatoren ergeben unter Anwendung auf die entsprechenden Kenngrößen der S1MAG für die betreffenden Referenzperioden, wie von der Bewertungsgutachterin dargestellt, eine große Bandbreite an Unternehmenswerten. Dies illustriert die Schwierigkeit, im Rahmen von Multiplikator-basierten Unternehmensbewertungen Spezifika des Bewertungsobjekts abzubilden und damit eine ausreichende Trennschärfe der Bewertungsergebnisse zu erreichen. Immerhin ist aber festzustellen, dass der Ertragswert der S1MAG deutlich oberhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Trading-Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen liegt.

Für eine ergänzende Analyse von Transaktions-Multiplikatoren haben wir auf Marktdaten des Datenbankanbieters Mergermarket Limited (Unternehmen der Acuris Gruppe) abgestellt. Hierzu haben wir transaktionsbasierte Multiplikatoren („Transaction Multiples“) ausgewertet, die auf Erwerbe von Unternehmen mit zur S1MAG möglichst vergleichbarem Geschäftsmodell zurückgehen. Wir haben hier ebenfalls auf EBITDA- und EBIT-basierte Multiplikatoren abgestellt, die wir auf die Referenzwerte der Sport1 Medien-Gruppe in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 bezogen haben. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die zugrunde liegenden Transaktionen teilweise bereits vor einigen Jahren durchgeführt wurden und entsprechend nur bedingt aktuelle Kapitalmarktbewertungen widerspiegeln. Aufgrund der negativen EBIT-Entwicklung der S1MAG in den Jahren 2020 und 2021 ergeben sich auf Basis von EBIT-Multiplikatoren negative Gesamtunternehmenswerte. Auf Grundlage der EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich im Median ein Wert je Aktie, der ebenfalls signifikant unterhalb des ermittelten Ertragswerts der S1MAG liegt.

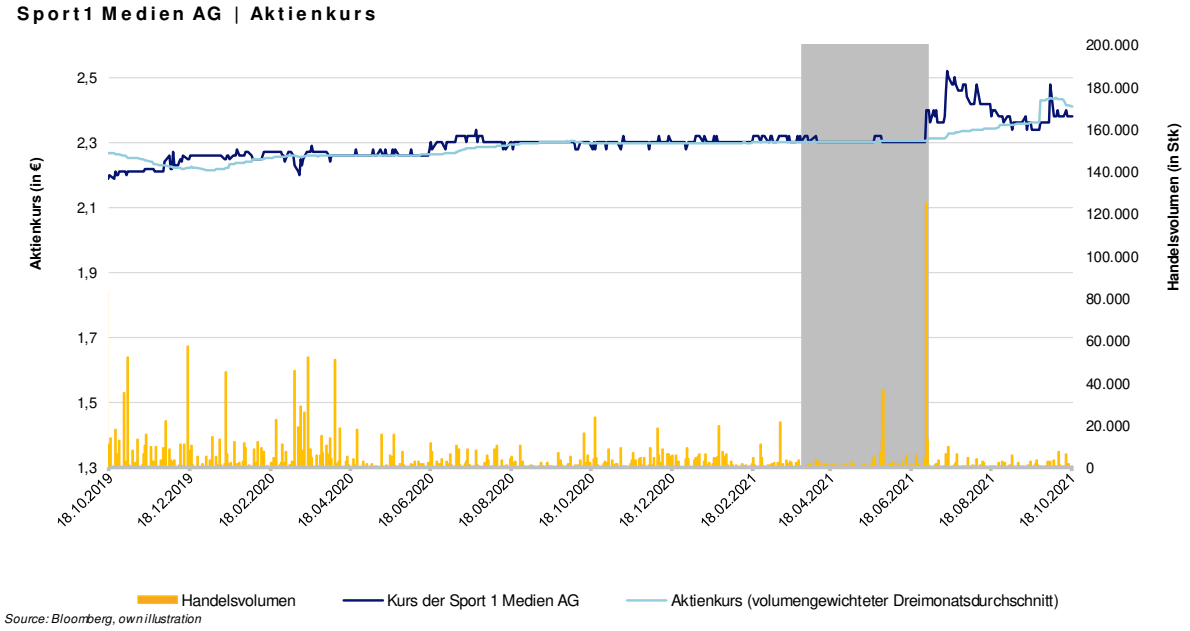
Zusammenfassend halten wir den Schluss von Ebner Stolz, dass sich auf Basis des Multiplikatorverfahrens keine Hinweise auf einen höheren Unternehmenswert ergeben, für sachgerecht.

V. Börsenkurs

Durch die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (AktZ. 1 BvR 1613/94) ist für die Festlegung der angemessenen Abfindung der Börsenkurs der Aktien als Wertuntergrenze anzusetzen, soweit der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Eine Nichtberücksichtigung des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung kommt nur dann in Betracht, wenn der Börsenkurs aufgrund illiquider Märkte (Marktenge) nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt oder wenn der festgestellte Börsenkurs manipuliert worden ist.

Seit dem Delisting vom regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit Ablauf des 26. September 2019 werden die Aktien der S1MAG ausnahmslos im Freiverkehr der Regionalbörse Hamburg gehandelt. Der Freiverkehr ist im Gegensatz zum regulierten Markt privatrechtlich organisiert und unterliegt keiner staatlichen Aufsicht.

Die Entwicklung des volumengewichteten Dreimonats-Durchschnittskurses (im Folgenden „Aktienkurs“) und das Handelsvolumen der Aktien der S1MAG sind nachfolgend grafisch dargestellt.



Source: Bloomberg, own illustration

Die Abbildung zum Aktienkurs und zum Handelsvolumen zeigt, dass sich das Handelsvolumen seit dem Delisting im Herbst 2019 sukzessive reduziert hat. Dies bestätigt sich auch in den Analysen der Bewertungsgutachterin. Wenn auch mit vergleichsweise geringeren Handelsumsätzen bzw. -Handelsvolumina, wurde die Aktie der S1MAG dennoch regelmäßig im Freiverkehr der Hamburger Börse gehandelt. Von Mitte 2020 bis zur Bekanntgabe des Squeeze-out am 29. Juni 2021 lag der Kurs kontinuierlich auf dem Niveau des öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots von € 2,30 je Aktie.

Nach Ankündigung der Squeeze-out-Absicht war bis Ende Juli ein steigender Kurstrend erkennbar, der sich jedoch wieder rückläufig entwickelte.

Maßgeblicher Referenzzeitraum

Für die Berücksichtigung des Börsenkurses ist der maßgebliche Referenzzeitraum festzulegen, auf Basis dessen der Börsenkurs ermittelt werden soll. Der Bundesgerichtshof (BGH) geht in seinem Beschluss vom 19. Juli 2010 (Beschluss des II. Zivilsenats - II ZB 18/09) davon aus, dass sich der maßgebliche Börsenkurs aus dem gewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme ergibt.

Demzufolge ist der Zeitraum vom 29. März 2021 bis zum 28. Juni 2021 (Tag vor der Bekanntgabe der Durchführung des Squeeze-out) für die weiteren Analysen zum Börsenkurs relevant.

Volumengewichteter Durchschnittskurs

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) stellt für Notierungen im Freiverkehr keinen Mindestpreis nach Maßgabe des § 31 Abs.1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung fest, der vorliegend im Rahmen der Börsenkursanalyse hätte herangezogen werden können. Aus diesem Grund wurden von der Bewertungsgutachterin und von uns eigene Berechnungen zum Börsenkurs der S1MAG im maßgeblichen Zeitraum durchgeführt. Unter Bezugnahme auf die beim Datenanbieter Bloomberg L.P. veröffentlichten Handelsinformationen haben wir auf Basis der Freiverkehrskurse an der Wertpapierbörse Hamburg einen volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der S1MAG vom 29. März 2021 bis zum 28. Juni 2021 von € 2,30 ermittelt.

Relevanz des Börsenkurses im Dreimonatszeitraum vor dem 29. Juni 2021

Die Relevanz des Börsenkurses hängt nach höchstrichterlicher Rechtsprechung davon ab, ob der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies trifft insbesondere dann nicht zu, wenn die Aktien der Gesellschaft über einen längeren Zeitraum nicht oder nur in geringem Umfang gehandelt wurden und der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer bestehenden Marktenge (illiquide Märkte) nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Aktienkurs manipuliert worden ist.

Nach der in Rechtsprechung und der Literatur vertretenen Auffassung wird vielfach befürwortet, sich an der Wertung der in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO genannten Kriterien zu orientieren (vgl. OLG Karlsruhe 12a. Zivilsenat, Beschluss vom 22. Juni 2015, AktZ. 12a W 5/15, juris -Rn 36 mit weiteren Nachweisen aus Rechtsprechung und Literatur). Eine relevante Marktenge liegt demnach dann vor, wenn kumulativ innerhalb der letzten drei Monate vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an weniger als einem Drittel der Handelstage Kurse festgestellt und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.

Im Ergebnis unserer Analysen haben wir festgestellt, dass für die Aktien der S1MAG im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an mehr als einem Drittel der Handelstage Kurse festgestellt werden. Daneben wurden innerhalb des Referenzzeitraums keine Kurssprünge von mehr als 5% ermittelt. Die Prüfung des Kurssprünge-Kriteriums haben wir auf Basis der volumengewichteten Durchschnittskurse durchgeführt. Damit ist keines der genannten Kriterien bzgl. des Vorliegens einer Marktenge erfüllt, und es ist insoweit nicht von einer Marktenge der S1MAG-Aktie auszugehen.

Über die genannten Kriterien hinaus sind weitere Konstellationen vorstellbar, in denen Aktienkurse nicht oder nur eingeschränkt den Verkehrswert der Aktie widerspiegeln. Vorliegend kann insbesondere der Umstand relevant sein, dass die Aktie der S1MAG nur noch im Freiverkehr gehandelt wird. Hier besteht eine Vielzahl von Unterschieden zu einer Notierung im regulierten Markt. Dazu zählen u.a. geringere Informationspflichten der Unternehmen, eine in der Regel deutlich geringere Liquidität und im Ergebnis ein tendenziell eingeschränkter Umfang von in Freiverkehrskursen verarbeiteten Marktinformationen und -einschätzungen. Vor diesem Hintergrund ist nicht auszuschließen, dass die Freiverkehrskurse der Aktien der S1MAG deren Verkehrswert nur eingeschränkt repräsentieren und nicht zwangsläufig mit dem Börsenkurs im Sinne der Rechtsprechung gleichzusetzen sind.

Letztlich kann die Diskussion zur Relevanz von Freiverkehrskursen an dieser Stelle aber dahingestellt bleiben, da die angebotene Abfindung dem gewichteten Dreimonatskurs der S1MAG-Aktie vor dem 29. Juni 2020 als Tag der Veröffentlichung der Squeeze-out-Absicht entspricht.

Fazit

Im Ergebnis unserer Untersuchungen ist festzuhalten, dass für die Bemessung der angemessenen Barabfindung sachgerecht auf den Freiverkehrskurs als Wertuntergrenze abgestellt wurde. Der für den hierbei relevanten Durchschnittskurs zugrunde gelegte Referenzzeitraum ist nicht zu beanstanden. Auch bzgl. der Höhe des Freiverkehrskurses hat unsere Prüfung zu keinen Einwänden geführt.

VI. Zusammenfassung

Die auf dem Bewertungsgutachten von Ebner Stolz basierende und durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung von € 2,30 je Aktie wurde durch eigenständige Berechnungen überprüft. Im Rahmen dieser Prüfung wurde die der Bewertung zugrundeliegende Planungsrechnung eingehend analysiert.

In einem weiteren Schritt wurde mit Hilfe alternativer Bewertungsverfahren, namentlich auf Basis des Multiplikatorverfahrens überprüft, inwiefern die hierbei ermittelten Werte bei der Bemessung der Barabfindung zu berücksichtigen wären.

Zudem haben wir die Ermittlung des Freiverkehrskurses überprüft und festgestellt, dass dieser sachgerecht als Wertuntergrenze für die Bemessung der Barabfindung herangezogen wurde

Im Ergebnis ist festzustellen, dass die durchgeführten eigenständigen Berechnungen zum Ertragswert der Sport1 Medien AG sowie die Analysen zum Freiverkehrskurs die Angemessenheit der durch die Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung in Höhe von € 2,30 je Aktie bestätigen.

Hamburg, 26. Oktober 2021

Mazars GmbH & Co KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Dr. Thoralf Erb
Partner

Torben Hofmayer
Wirtschaftsprüfer

ANHANG ZUM PRÜFUNGSBERICHT

Anhang

Beschluss des Landgericht München I vom 6. Juli 2021
zur Bestellung von Mazars zum sachverständigen Prüfer 1

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer
und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017 2

Beglaubigte Abschrift

Landgericht München I

Lenbachplatz 7, 80335 München * Telefon (089) 55 97-03 * Telefax (089) 55 97 3003
Postanschrift: 80316 München homepage: www.justiz.bayern.de/gericht/lg/m1

5 HK O 9098/21

Beschluss

vom 6.7.2021:

1. Auf Antrag der

Highlight Communications AG
Netzibodenstraße 23
CH-4133 Pratteln

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG die

Mazars GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
Domstraße 15
20095 Hamburg

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer von der Antragstellerin zu gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der Sport1 Medien AG mit Sitz in Ismaning, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – München, HRB 148 760.

2. Der Geschäftswert wird auf **€ 5.000,--** festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

Gründe:

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Abfindungsprüfer genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass dieser vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin aus den drei genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

Dr. Krenek
Vorsitzender Richter
am Landgericht

BAYERN I LANDGERICHT MÜNCHEN

Für die Richtigkeit der Abschrift-Ablichtung
München, den 07. Juli 2021
Der Urkundsbeamte der
Geschäftsstelle des Landgerichts München I
Spensberger
Justizangestellte

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

DokID:

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

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

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

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

Lizenziert für/Licensed to: Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft | 4312025

DokID:

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise

b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern

c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden

d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

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

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

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

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,

b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,

c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und

d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

Lizenziert für/Licensed to: Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft | 4312025