

**Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der
Barabfindung anlässlich der beabsichtigten
Beschlussfassung zur Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der
ERLUS Aktiengesellschaft,
Neufahrn/NB,
auf die
Girnghuber GmbH,
Marklkofen,
gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG**

Mazars GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

INHALTSVERZEICHNIS

A.	AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
B.	GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG GEMÄß § 327C ABS. 2 SATZ 2 AKTG	5
C.	PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	7
I.	Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG, 293e AktG	7
1.	Vorbemerkungen	7
2.	Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode	7
2.1.	Ertragswert	7
2.2.	Liquidationswert	9
2.3.	Substanzwert	9
2.4.	Vergleichsorientierte Bewertung	10
2.5.	Börsenkurs	10
3.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	11
II.	Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	12
1.	Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des Ertragswertverfahrens	12
1.1.	Vorgehensweise	12
1.2.	Bewertungsobjekt	12
1.3.	Bewertungsstichtag	18
1.4.	Bewertungsverfahren	19
1.5.	Vergangenheitsbereinigung	20
1.6.	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	22
1.7.	Kapitalisierungszinssatz	61
1.8.	Ertragswert	75
1.9.	Gesondert bewertete Vermögenswerte	75
1.10.	Unternehmenswert und Wert je Aktie	78
1.11.	Sensitivitätsanalyse und Wertbandbreite	79
1.12.	Plausibilisierung des Unternehmenswertes	80
1.13.	Liquidationswert	83
2.	Angemessenheit der Barabfindung	87
2.1.	Börsenkurse	87
2.2.	Maßgeblicher Referenzzeitraum	88
2.3.	Relevanz des Börsenkurses	89
2.4.	Festgesetzte Barabfindung	89
D.	ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	91

ANLAGEN

1. Abkürzungsverzeichnis
2. Beschluss des Landgerichts München I vom 15. Dezember 2020 zur Bestellung von Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG
3. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

Die

Girnghuber GmbH, Marklkofen

(im Folgenden auch „Girnghuber GmbH“ oder „Hauptaktionärin“),

als Hauptaktionärin der

ERLUS Aktiengesellschaft, Neufahrn/NB

(im Folgenden auch „ERLUS AG“ oder „Gesellschaft“),

beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a AktG herbeizuführen.

Die Girnghuber GmbH hat mit förmlichem Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG am 9. Dezember 2020 gegenüber der ERLUS AG erklärt, dass sie den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG nach §§ 327a ff. AktG (aktienrechtlicher Squeeze Out) anstrebt. Der Übertragungsbeschluss soll der ordentlichen Hauptversammlung der ERLUS AG am 25. Juni 2021 zur Beschlussfassung vorgelegt werden. Voraussetzung für den aktienrechtlichen Squeeze-Out ist, dass der Hauptaktionärin Aktien in Höhe von mindestens 95% des Grundkapitals der ERLUS AG gehören.

Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag der Hauptaktionärin – hier der Girnghuber GmbH – vom Gericht ausgewählt und bestellt.

Durch Beschluss des Landgerichts München I vom 15. Dezember 2020 (Anlage 2) wurde die Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf (im Folgenden auch „MAZARS“), zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG bestellt.

Die Girnghuber GmbH hält ausweislich der Depotauszüge der Sparkasse Niederbayern-Mitte und der HypoVereinsbank vom 6. Mai 2021 derzeit unmittelbar 1.264.114 der insgesamt 1.312.500 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ERLUS AG. Das entspricht rd. 96,31% des Grundkapitals der ERLUS AG. Die ERLUS AG hält keine eigenen Aktien.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsführung der Girnghuber GmbH der sachverständigen Unterstützung durch die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin (im Folgenden auch „Bewertungsgutachterin“ oder „KPMG“), bedient, die hierzu eine gutachtliche Stellungnahme abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen von KPMG Einsicht genommen und die Bewertung rechnerisch anhand des Bewertungsmodells von KPMG und unseres eigenen Bewertungsmodells nachvollzogen.

Wir haben unsere Prüfung am 26. Januar 2021 aufgenommen und im Wesentlichen in unseren Büroräumen in Düsseldorf und im mobilen Arbeiten über Telefon- und Videokonferenzen mit der ERLUS AG bis zum 7. Mai 2021 durchgeführt. Unsere Prüfung erfolgte zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin. Dabei haben wir die Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin vorgenommen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt. Wesentliche Punkte wurden im Verlauf der Prüfung eingehend diskutiert. Unterschiedliche Auffassungen mit Einfluss auf das Bewertungsergebnis bestanden nicht.

Für die Prüfung standen insbesondere nachfolgende Unterlagen zur Verfügung:

- Entwurf des Übertragungsbeschlusses,
- Übertragungsbericht der Girnhuber GmbH über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG auf die Girnhuber GmbH sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung (im Folgenden auch „Übertragungsbericht“) vom 6. Mai 2021 einschließlich vorangegangener Entwürfe,
- gutachtliche Stellungnahme der KPMG zum Unternehmenswert der ERLUS AG und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre vom 5. Mai 2021 einschließlich vorangegangener Entwürfe,
- Auszüge des Bewertungsmodells sowie weitere Arbeitspapiere der KPMG zur Ermittlung der relevanten Bewertungsparameter und der angemessenen Barabfindung,
- Handelsregisterauszüge der ERLUS AG und der Girnhuber GmbH jeweils vom 6. Mai 2021,
- Satzung der ERLUS AG in der Fassung vom 20. Juli 2019 und der Girnhuber GmbH in der Fassung vom 23. November 2004,
- geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Jahresabschlüsse und Lageberichte der ERLUS AG zum 31. Dezember 2018, 2019 und 2020 der Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München,
- Geschäftsberichte der ERLUS AG für die Jahre 2018, 2019 und 2020,
- vom Vorstand und Aufsichtsrat der ERLUS AG jeweils am 13. April 2021 verabschiedete Planung, bestehend aus dem Budget für das Jahr 2021 und einer Langfristplanung der ERLUS AG für die Jahre 2022 bis 2025,
- vom Sachverständigen Peter Jagel erstelltes Gutachten zum Verkehrswert der Gewerbeimmobilie in München zum Stichtag 27. April 2021,
- diverse Marktstudien.

Weitere Auskünfte wurden uns im Wesentlichen durch den Vorstand der ERLUS AG und der Geschäftsführung der Girnghuber GmbH sowie den von ihnen benannten Mitarbeitern erteilt. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Die als Bewertungsbasis dienenden Unternehmensplanungen sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit dem Vorstand der ERLUS AG und den von ihm benannten Auskunftspersonen und der Bewertungsgutachterin über Telefon- und Videokonferenzen erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

Die gutachtliche Stellungnahme von KPMG und der Übertragungsbericht der Girnghuber GmbH haben uns vor ihrer Fertigstellung bereits in Form von Entwürfen vorgelegen. Wir haben die Ergebnisse der Bewertung eingehend mit Vertretern von KPMG und dem Vorstand der ERLUS AG diskutiert. Unsere Arbeiten umfassten insbesondere die Untersuchung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Diese und weitere Prüfungshandlungen, insbesondere das rechnerische Nachvollziehen der Bewertung und die Prüfung der methodischen Konsistenz des Bewertungsmodells, haben wir im mobilen Arbeiten über Telefon- und Videokonferenzen und in unseren Büroräumen in Düsseldorf vorgenommen. Wir haben darüber hinaus eine eigenständige Ermittlung der angemessenen Barabfindung in einem eigenen Bewertungsmodell durchgeführt. Mit diesem Bericht fassen wir das Ergebnis unserer Prüfung zusammen und legen dar, auf Basis welcher einzelnen Prüfungsunterlagen, Analysen und Überlegungen wir zu unserem Prüfungsergebnis gekommen sind.

Alle erbetenen Unterlagen, Auskünfte, Erläuterungen und Informationen sind uns erteilt worden. Der Vorstand der ERLUS AG und die Geschäftsführung der Girnghuber GmbH haben uns jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche für unsere Prüfung relevanten Informationen und Unterlagen zur Verfügung gestellt worden sind und dass diese nach ihrem besten Wissen und Gewissen richtig und vollständig sind.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei der Hauptaktionärin.

Bei unserer Prüfung haben wir die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen mit Stand vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008), den IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017) sowie den fachlichen Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 beachtet.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzern- bzw. Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung bzw. des Vorstands der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Barabfindung. Die Übereinstimmung der Abschlüsse der ERLUS AG mit den jeweiligen recht-

lichen Vorschriften ist für die Stichtage 31. Dezember 2018, 2019 und 2020 vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insofern von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 7. Mai 2021 und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der ERLUS AG am 25. Juni 2021 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Barabfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

Dieser Prüfungsbericht wurde im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG gegen angemessene Barabfindung erstellt und darf ausschließlich für diese Zwecke verwendet werden. Die zulässige Verwendung durch die Girnghuber GmbH und die ERLUS AG umfasst insbesondere die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der ERLUS AG einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der ERLUS AG, Versendung an die Aktionäre auf Verlangen und der Auslage im Vorfeld und in der beschlussfassenden Hauptversammlung sowie die Vorlage bei den jeweils zuständigen Gerichten. Er ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für andere als die zuvor genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf dieser außerhalb der vorgesehenen Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unserer Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend.

Wir weisen darauf hin, dass in den nachfolgend dargestellten Berechnungen nicht alle Nachkommastellen ausgewiesen sind. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgen, kann die Addition oder Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- und Gesamtsummen führen.

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG GEMÄß § 327C ABS. 2 SATZ 2 AKTG

Der Gegenstand und der Umfang unserer Prüfung ergeben sich aus den § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und § 293e AktG. Als Prüfungsgegenstand bezeichnet § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Die Barabfindung hat gemäß § 327b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.

Der Umfang der Prüfung der Angemessenheit ergibt sich aus § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG. Dementsprechend ist der Prüfungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben:

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich aufgrund einer Überprüfung der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat daher die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir über die vorgenannten Prüfungshandlungen hinaus eine eigenständige Ermittlung der angemessenen Barabfindung durch Abbildung sämtlicher Bestimmungsgrößen in einem eigenen Bewertungsmodell durchgeführt.

Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der jeweiligen Aktie widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen.

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit des Squeeze-Out, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Soweit der Übertragungsbericht jedoch die Höhe und die Methoden zur Ermittlung der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir ihn als eine Unterlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere des Vorliegens der Voraussetzungen und der Rechtmäßigkeit einer Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG, 293e AktG

1. Vorbemerkungen

Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre eine angemessene Barabfindung festzulegen. Die Bestimmung der angemessenen Barabfindung erfolgte durch die Girnghuber GmbH. Die entsprechenden Erläuterungen zu den angewandten Grundsätzen und Methoden sind im Übertragungsbericht der Girnghuber GmbH enthalten.

2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode

Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche, nachfolgend dargestellte Bewertungsmethoden zur Verfügung. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt C.II.

2.1. Ertragswert

Die Barabfindung wurde aus einem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiven nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzeptes dar.

Die im Rahmen der Bewertung und Prüfung angewandten Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in der Theorie und der Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des IDW gefunden und sind in dem Standard des IDW „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008) niedergelegt. Bei der Bewertung wurden die im IDW S 1 enthaltenen „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ beachtet.

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted Cash-Flow-Verfahren ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig

und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen.

Im vorliegenden Fall wurde zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung eine Ertragsbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis. Das Ertragswertverfahren ist ferner von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als eine angemessene Methode zur Bestimmung der angemessenen Abfindung.

Bei der Ertragswertmethode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögenswerte (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Für die Bewertung eines Unternehmens sind dementsprechend die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem risikoadäquaten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen.

In dem so ermittelten Wert des Eigenkapitals findet nur der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens seinen Niederschlag. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür u.a. bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage.

Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.

Sogenannte unechte Synergien, welche im Ertragswert zu berücksichtigen sind, wurden im Rahmen der Bewertungsarbeiten mit Ausnahme einer auf der Grundlage einer Kooperationsvereinbarung seit dem Jahr 1993 bestehenden Zusammenarbeit zwischen der ERLUS AG und der Girnghuber GmbH nicht identifiziert. Wir nehmen hierzu in Abschnitt C.II.1.6. Stellung. Mögliche echte Synergieeffekte, die sich dadurch auszeichnen, dass sie sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen ergeben,¹ sind gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 33 f. im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung nicht zu erfassen.²

¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 50.

² Vgl. OLG Stuttgart vom 19.01.2011, AG 2011, S. 420, 421; OLG Düsseldorf vom 27.02.2004, AG 2004, S. 324, 327; OLG Stuttgart vom 04.02.2000, DB 2000, S. 709, 710.

Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand des Liquidationswertes oder, im Falle einer Börsennotierung, eine Bemessung des Wertes je Aktie auf Basis des volumengewichteten durchschnittlichen Drei-Monats-Börsenkurses zum relevanten Stichtag zu einer höheren Barabfindung führt. Zu der Überprüfung der Durchführung der Bewertung nach der Ertragswertmethode nehmen wir in Abschnitt C.II.1. Stellung.

2.2. Liquidationswert

Bei der Ertragswert- wie auch der Discounted Cash-Flow-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 stellt der Liquidationswert die Wertuntergrenze im Rahmen der Unternehmensbewertung dar.

Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.³

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der Wertrelation zwischen dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert und dem Buchwert des Eigenkapitals eine überschlägige Ableitung des Liquidationswertes der ERLUS AG vorgenommen, auch wenn von einer Fortführung der Geschäftsaktivitäten der ERLUS AG auszugehen ist.

Wir haben diese überschlägige Ableitung nachvollzogen und auf Basis einer eigenen überschlägigen Ermittlung des Liquidationswertes plausibilisiert. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass nach Auskünften der Gesellschaft und der Girnghuber GmbH keine Liquidation der ERLUS AG geplant ist. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.II.1.13.

2.3. Substanzwert

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen – hier nicht relevanten – Ausnahmefällen einen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes eines fortzuführenden Unternehmens (z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre).

Die Bewertung der Substanz hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung. Es ist somit angemessen, dass ein Substanzwert von der Bewertungsgutachterin nicht ermittelt wurde.

³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Abschnitt 7.4.

2.4. Vergleichsorientierte Bewertung

In der Transaktionspraxis ist es üblich, Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten mittels Multiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Multiplikatoren auf Grundlage von Daten vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen im Regelfall und unter Berücksichtigung eingeschränkter öffentlich verfügbarer Informationen lediglich vereinfachte, pauschalisierte Wertfindungen dar. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

Lediglich zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren hat die Bewertungsgutachterin eine vergleichende Marktbewertung durchgeführt. Diese haben wir nachvollzogen und auf der Basis einer eigenen Marktbewertung plausibilisiert. Hinsichtlich unserer Prüfungsergebnisse verweisen wir auf Abschnitt C.II.1.12.

2.5. Börsenkurs

Der Handel der Aktien der ERLUS AG wurde mit Ablauf des 30. Juni 2016 im m:access beendet und die Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse München eingestellt. Seit dem 1. Juli 2016 werden die Aktien der ERLUS AG in den Handel der VALORA EFFEKTEN HANDEL AG, Ettlingen (im Folgenden „VALORA AG“), einbezogen. Die VALORA AG ist ein börsenunabhängiges Handelshaus für Aktien, Anleihen und Investmentfonds, die an keiner der gesetzlich regulierten Börsen gehandelt werden.

Daher wäre es denkbar, den Wert der ERLUS AG auch anhand der aus dem Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierung der ERLUS AG zu bestimmen. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie z.B. von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingtem Handelsumsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt. Der Börsenkurs kann damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen.

Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) kann eine Unternehmensbewertung nach den dargestellten Grundsätzen nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet und in der zugrunde liegenden Bewertungsmethode die Kapitalmarktkalküle berücksichtigt werden. Die hier dargestellte Bewertung basiert auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) und der Bundesgerichtshof (BGH) haben mehrfach entschieden, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (z.B. Ausgleich und Abfindung nach § 304 AktG, § 305 AktG) der Börsenkurs bei der Ermittlung einer Barab-

findung für Minderheitsaktionäre im Regelfall als Mindestwert zu berücksichtigen ist.⁴ Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet jedoch nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung des Börsenkurses ist verfassungsrechtlich unbedenklich.

Zu der Überprüfung, ob die Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung angemessen berücksichtigt wurde und in welchem Verhältnis der Ertragswert (zuzüglich des Wertes der gesondert bewerteten Vermögenswerte) und durchschnittlicher Börsenkurs zueinander stehen, nehmen wir in Abschnitt C.II.2. Stellung.

3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Wir haben uns im Rahmen unserer Arbeiten mit der Frage beschäftigt, ob im vorliegenden Fall besondere Schwierigkeiten im Sinne der §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG bei der Bewertung bestanden. Wir sind zu dem Ergebnis gekommen, dass zum einen die COVID-19-Pandemie die kurz- bis mittelfristige Geschäftsentwicklung der ERLUS AG wesentlich beeinflussen kann. Auf Basis der geführten Gespräche mit dem Vorstand der ERLUS AG, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten stellen wir fest, dass in der uns vorgelegten Planungsrechnung der aktuelle Kenntnisstand bezüglich der COVID-19-Pandemie sachgerecht abgebildet ist. Zum anderen bestehen vor dem Hintergrund der regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Emissionsneutralität bis zum Jahr 2050 hohe Unsicherheiten im Zusammenhang mit den mittel- bis langfristig erforderlichen Investitionen in neue Brenntechnologien. Da die Produktionsprozesse der ERLUS AG sehr energieintensiv sind, kann sich die Umstellung der Brenntechnologie erheblich auf die Wertschöpfungskette der ERLUS AG auswirken. Da die notwendigen Brenntechnologien zur emissionsneutralen Produktion noch nicht existieren, lassen sich derzeit der Zeitpunkt und die Höhe der Investitionen lediglich auf Basis von Erfahrungswerten aus früheren Anpassungen der Technologien prognostizieren.

⁴ Vgl. z.B. BVerfG vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94; BGH vom 12.03.2001, II ZB 15/00; BGH vom 19.07.2010, II ZB 18/09.

II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

Von der Angemessenheit der konkreten Berechnungen und Ableitungen zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung haben wir uns wie folgt überzeugt:

1. Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des Ertragswertverfahrens

Wir haben die Durchführung der Bewertung durch die Bewertungsgutachterin in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes sowie der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und rechnerisch durch Abbildung in einem eigenen Bewertungsmodell überprüft. Unsere Prüfungshandlungen und -feststellungen stellen wir nachfolgend dar:

1.1. Vorgehensweise

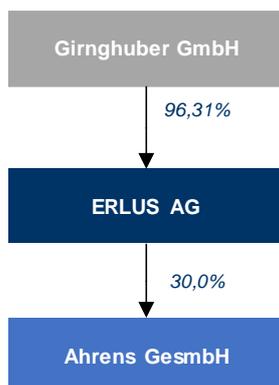
Die Wertermittlung der Bewertungsgutachterin basiert auf einer vom Vorstand und Aufsichtsrat der ERLUS AG jeweils verabschiedeten Planungsrechnung, bestehend aus einem Budget für das Jahr 2021 sowie einer Langfristplanung für die Jahre 2022 bis 2025, die um ein Übergangsjahr 2026 durch die Bewertungsgutachterin erweitert wurde. Hinsichtlich weiterer Erläuterungen der der Bewertung zugrunde liegenden Planung und des Planungsprozesses verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.II.1.6.a). Wir haben eine Plausibilisierung der wesentlichen Planungs- und Bewertungsprämissen durchgeführt. Hierauf aufbauend haben wir die methodische und rechnerische Richtigkeit der Ertragswertableitung mittels eines eigenen Bewertungsmodells, das auf einer integrierten Bilanz-, Finanz- und Ertragsplanung basiert, überprüft.

1.2. Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt ist die ERLUS AG. Der Ertragswert der ERLUS AG wurde auf Basis der Planungsrechnung der ERLUS AG ermittelt, die auch die zukünftigen Erträge aus der Beteiligung an der Ahrens Schornsteintechnik GesmbH, Wieselburg / Österreich (im Folgenden „Ahrens GesmbH“), beinhaltet.

a) Rechtliche Grundlagen

Die derzeitige Beteiligungsstruktur zwischen der ERLUS AG und ihrer Hauptaktionärin ist im Folgenden dargestellt:



Quelle: Unternehmensangaben der ERLUS AG

Die **ERLUS AG** ist in das Handelsregister des Amtsgerichts Landshut unter HRB 401 eingetragen. Die Satzung der Gesellschaft ist gültig in der Fassung vom 20. Juli 2019.

Entsprechend § 2 der derzeit gültigen Satzung ist der Gegenstand des Unternehmens die Herstellung und der Vertrieb von Baustoffen, Bauteilen und Hochbauten aller Art sowie von allen mit den genannten Geschäftszweigen im Zusammenhang stehenden Erzeugnissen und der Handel mit diesen. Die ERLUS AG ist berechtigt, für die Zwecke ihres Geschäftsbetriebs sowie zur Kapitalanlage Immobilien zu erwerben, zu veräußern, zu mieten, zu pachten, zu vermieten und zu verpachten. Die Gesellschaft ist ferner berechtigt, für die Zwecke ihres Geschäftsbetriebs Zweigniederlassungen zu errichten oder vorhandene gleichartige Geschäfte zu übernehmen und fortzuführen sowie sich bei anderen Unternehmungen in beliebiger Form zu beteiligen.

Die ERLUS AG hält 30% der Anteile an der Ahrens GesmbH. Gegenstand der Ahrens GesmbH ist die Errichtung, Wartung und Instandsetzung von Schornsteinen.

Das Jahr der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.

Einziges Vorstandsmitglied der ERLUS AG ist Herr Peter Hoffmann, der die Gesellschaft alleine vertritt.

Das Grundkapital der ERLUS AG beträgt ausweislich des Handelsregisterauszugs vom 6. Mai 2021 4.000.000,00 EUR und ist eingeteilt in 1.312.500 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils rd. 3,05 EUR. Der Anspruch auf Einzelverbriefung der Stückaktien ist ausgeschlossen. Die ERLUS AG hält keine eigenen Aktien.

Der Handel der Aktien der ERLUS AG wurde mit Ablauf des 30. Juni 2016 im m:access beendet und die Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse München (ISIN: DE0005589006) eingestellt. Seit dem 1. Juli 2016 werden die Aktien der ERLUS AG in den Handel der VALORA AG einbezogen.

Die Aktionärsstruktur der ERLUS AG stellt sich derzeit wie folgt dar:

ERLUS AG Aktionärsstruktur	Anzahl Aktien	Anteil
Girnghuber GmbH	1.264.114	96,31%
Minderheitsaktionäre	48.386	3,69%
Gesamt	1.312.500	100,00%

Quelle: Depotauszüge vom 6. Mai 2021

Die Girnghuber GmbH hält derzeit insgesamt 1.264.114 Aktien. Die ERLUS AG hält keine eigenen Aktien. Auf die Girnghuber GmbH entfallen somit rd. 96,31% des Grundkapitals der ERLUS AG.

Die **Girnghuber GmbH** hat ihren Sitz in Marklkofen. Sie ist in das Handelsregister des Amtsgerichts Landshut unter HRB 6525 eingetragen. Die Satzung der Gesellschaft ist gültig in der Fassung vom 23. November 2004.

Entsprechend § 2 der derzeit gültigen Satzung ist der Gegenstand der Girnghuber GmbH die Herstellung und der Vertrieb von Baustoffen und keramischen Erzeugnissen. Die Gesellschaft ist berechtigt, gleichartige oder ähnliche Unternehmen zu erwerben, sich an solchen zu beteiligen, Zweigniederlassungen zu errichten sowie alle Geschäfte und Maßnahmen zu ergreifen, die den Zwecken der Gesellschaft förderlich sind.

Das Jahr der Girnghuber GmbH beginnt jeweils am 1. April eines Jahres und endet am 31. März des Folgejahres.

Alleiniger Geschäftsführer der Girnghuber GmbH ist Herr Claus Girnghuber. Der Geschäftsführer vertritt die Gesellschaft allein.

Das Stammkapital der Girnghuber GmbH beträgt 250.000,00 EUR. Sämtliche Stammeinlagen der Girnghuber GmbH werden von Herrn Claus Girnghuber gehalten.

Die Girnghuber GmbH hat am 3. Dezember 2015 ein dem Delisting vorausgehendes freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot (außerhalb des Anwendungsbereichs des WpÜG) an die Aktionäre der ERLUS AG zum Erwerb von bis zu 131.250 nennwertloser Inhaber-Stammaktien der ERLUS AG veröffentlicht. Der Angebotspreis betrug 60,59 EUR je Aktie der ERLUS AG. Nach Ende des Erwerbsangebots am 4. April 2016 hielt die Girnghuber GmbH 741.455 Aktien der ERLUS AG, was einem Anteil von rd. 56,49% des Grundkapitals der ERLUS AG entspricht.

Im Zeitraum zwischen dem Mai 2016 und dem Juni 2017 erfolgte der Erwerb von weiteren 192.425 Aktien der ERLUS AG durch die Girnghuber GmbH mit einem Preis je Aktie zwischen 65,00 EUR und 72,00 EUR.

Am 25. März 2019 hat die Girnghuber GmbH ein weiteres freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot (außerhalb des Anwendungsbereichs des WpÜG) an die Aktionäre der ERLUS AG zum Erwerb von bis zu 131.250 nennwertloser Inhaber-Stammaktien der ERLUS AG veröffentlicht. Der Angebotspreis betrug 54,50 EUR je Aktie der ERLUS AG. Nach Durchführung des Erwerbsangebots hielt die Girnghuber GmbH unmittelbar 937.839 Aktien der ERLUS AG, was einem Anteil von rd. 71,45% des Grundkapitals der ERLUS AG entspricht.

Mit Wirkung zum 3. Dezember 2020 hat Herr Claus Girnghuber die von ihm gehaltenen 326.275 Aktien der ERLUS AG, die einem Anteil von 24,86% entsprechen, im Wege eines Wertpapierdarlehens an die Girnghuber GmbH übertragen, so dass der Girnghuber GmbH insgesamt 1.264.114 Aktien der ERLUS AG gehören und die Schwelle von 95% des Grundkapitals der ERLUS AG überschritten wird.

Mit Schreiben vom 9. Dezember 2020 hat die Girnghuber GmbH gegenüber der ERLUS AG erklärt, dass sie die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Girnghuber GmbH als Hauptaktionärin unter Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG (aktienrechtlicher Squeeze-Out) anstrebt.

b) Steuerliche Verhältnisse

Die ERLUS AG unterliegt der Körperschaft- und Gewerbesteuer in Deutschland.

Eine steuerliche Außenprüfung der ERLUS AG für die Veranlagungszeiträume bis zum Jahr 2015 ist abgeschlossen und erstreckte sich auf die Körperschaft-, Gewerbe- und Umsatzsteuer sowie auf die gesonderte Feststellung des steuerlichen Einlagekontos und des Sonderausweises gemäß § 28 Abs. 1 KStG. Die steuerliche Veranlagung der ERLUS AG ist für die Jahre 2013 bis 2015 endgültig erfolgt.

Für die Veranlagungszeiträume 2016 bis 2019 wurde eine steuerliche Außenprüfung im Januar 2021 angeordnet, die im Februar 2021 begonnen hat und noch nicht abgeschlossen ist. Sie umfasst die Körperschaft-, Kapitalertrag-, Gewerbe- und Umsatzsteuer sowie die gesonderte Feststellung des verbleibenden Verlustabzugs, steuerlichen Einlagekontos, des Sonderausweises gemäß § 28 Abs. 1 KStG, des vortragsfähigen Gewerbeverlusts nach § 10a GewStG und des Steuerabzugs bei Bauleistungen gemäß §§ 48 bis 48d EStG.

Bei der ERLUS AG bestehen auskunftsgemäß weder körperschaft- noch gewerbesteuerliche Verlustvorträge.

c) Wirtschaftliche Grundlagen

Geschäftstätigkeit

Die ERLUS AG ist ein regionaler Hersteller von qualitativ hochwertiger Dachkeramik, Schornsteinsystemen und Lüftungsnetzwerken für Einfamilienhäuser. Die Gesellschaft vertreibt ihre Produkte überwiegend in Süddeutschland und Österreich.

Die ERLUS AG unterscheidet die folgenden Produktbereiche:

Dachkeramik

Der Produktbereich Dachkeramik umfasst verschiedene Dachziegelmodelle. Die Größe der Dachziegel variiert je nach Ziegelart zwischen 7,4 Stück/m² (Ergoldsbacher E 58 PLUS®) und 33,7 bis 44,5 Stück/m² (Ergoldsbacher Biberschwanzziegel).⁵ Die Dachziegel sind nur für Steildächer konzipiert. Daneben wurden in den letzten Jahren auch neue Dachziegelmodelle speziell für flach geneigte Dächer entwickelt.

Neben den Dachziegeln als Kernprodukt dieses Produktbereichs wird von der ERLUS AG das passende Zubehör, wie z.B. Keramik-, Befestigungs- und Belüftungszubehör, Sturmklammern etc. angeboten.

Der Produktbereich Dachkeramik stellt den bedeutendsten Produktbereich der ERLUS AG dar.

Schornsteinsysteme

Der Produktbereich Schornsteinsysteme umfasst neben den vormontierten, geschosshohen Schornsteinelementen, Systemschornstein-Bausätze, Keramikrohre für die Montage vor Ort und Sondervarianten wie Außenschornsteine, Leichtbauschornsteine sowie die Schornstein-sanierung. Bei den geschosshohen Schornsteinsystemen wird zwischen Premiumschornstein, Überdruckabgasleitung und Leistungsschornstein unterschieden.

Neben Schornsteinsystemen werden in diesem Produktbereich das Zubehör und funktionale Sonderbauteile angeboten.

Lüftungsnetzwerke

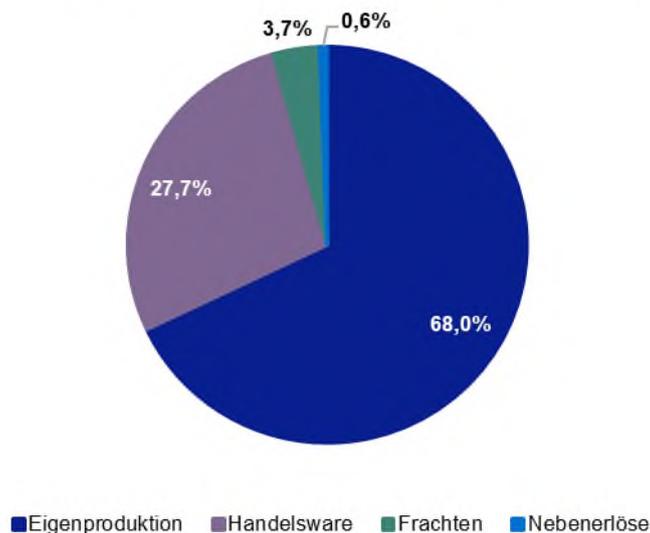
Im Produktbereich Lüftungsnetzwerke wird seit dem Jahr 2013 das Lüftungsnetzwerk ERLUS Via Vento S für Einfamilienhäuser vertrieben. Die Schachtelemente für Zu- und Abluft gibt es ein- oder zweizügig, einzeln oder als geschosshohes Element. Der Anteil des Produktbereichs Lüftungsnetzwerke an den Umsatzerlösen der ERLUS AG lag im Jahr 2019 unter 1%.

⁵ Vgl. Homepage der ERLUS AG: www.erlus.com.

Die Herstellung der Produkte der ERLUS AG erfolgt in Niederbayern an den Standorten Neufahrn, Ergoldsbach sowie in Teistungen in Thüringen. Der Standort in Neufahrn umfasst drei Dachziegelwerke und ein Kaminrohrwerk mit insgesamt sechs Produktionslinien. Während ein Dachziegelwerk der Fertigung von Dachziegelzubehör dient, werden in den beiden anderen Werken auf jeweils zwei Produktionslinien in Tunnelöfen Flächenziegel hergestellt. Am Standort in Ergoldsbach befindet sich eine Produktionslinie für Schornsteinsysteme. In Teistungen in Thüringen befindet sich eine weitere Produktionslinie für Dachziegel.

Die ERLUS AG erzielte im Jahr 2020 Umsatzerlöse in Höhe von insgesamt 132.457 TEUR (Vorjahr: 110.495 TEUR) und ein EBIT von 19.501 TEUR (Vorjahr: 8.673 TEUR).⁶ Die Umsatzerlöse gliedern sich wie folgt auf:

Aufteilung der Umsatzerlöse im Jahr 2020



Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG

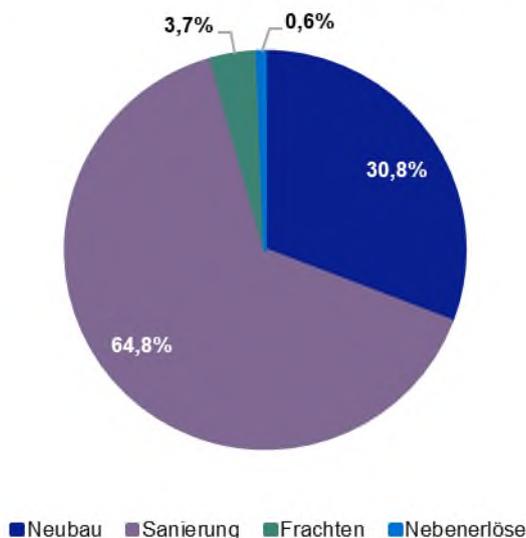
Die ERLUS AG hat im Jahr 2020 einen Umsatzanteil von rd. 68,0% durch Eigenproduktion erzielt, wobei der größte Umsatzanteil auf die Dachkeramik entfiel. Rd. 27,7% der Umsatzerlöse wurden durch den Vertrieb von Handelswaren generiert. Der Großteil der Handelsware basiert auf der Kooperationsvereinbarung zwischen der ERLUS AG und der Girnghuber GmbH aus dem Jahr 1993, wonach die ERLUS AG die Vermarktung der von der Girnghuber GmbH hergestellten Tondachziegel übernimmt.

Der Vertrieb der Produkte der ERLUS erfolgt in drei Stufen: Die ERLUS AG vertreibt ihre Produkte überwiegend an den Baustoff- oder Bedachungsgroßhandel, bei dem Dachdecker und Handwerker die ERLUS Produkte im Auftrag der Endkunden einkaufen. Die Endkunden stellen

⁶ Vgl. Prüfungsbericht des Jahresabschlusses der ERLUS AG zum 31.12.2020, S. 21. Das EBIT wird an dieser Stelle vor Umgliederung der sonstigen Steuern vom Steueraufwand in das EBIT dargestellt (siehe Abschnitt C.II.1.6.a)).

insbesondere Privatkunden dar, die Dachdecker- und Zimmereibetriebe mit der Sanierung oder dem Neubau von Ein- und Zweifamilienhäusern beauftragen. Rd. 64,8% der Umsatzerlöse wurden im Jahr 2020 mit der Sanierung von Ein- und Zweifamilienhäusern erwirtschaftet. Auf Neubautätigkeiten entfiel ein Umsatzanteil von rd. 30,8%. Die restlichen Umsatzerlöse entfallen auf Fracht- und Nebenerlöse.

Umsatzerlöse nach Tätigkeitsbereichen im Jahr 2020



Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG

Rd. 90% der Umsatzerlöse wurden im Jahr 2020 in Deutschland erwirtschaftet.

Im Jahr 2020 beschäftigte die ERLUS AG durchschnittlich 543 Mitarbeiter (Vorjahr: 537 Mitarbeiter).⁷

1.3. Bewertungsstichtag

Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen.

Der für die Ermittlung des Unternehmenswertes maßgebliche Bewertungsstichtag ist daher der Tag der Hauptversammlung der ERLUS AG, an dem die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Girnhuber GmbH zur Beschlussfassung vorgelegt wird.

Die ordentliche Hauptversammlung der ERLUS AG, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden soll, ist für den 25. Juni 2021 geplant. Als maßgeblicher Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswertes als Grundlage

⁷ Vgl. Prüfungsbericht des Jahresabschlusses der ERLUS AG zum 31.12.2020, Anlage 1.4. / 9.

der Berechnung der angemessenen Barabfindung wurde daher in Einklang mit § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG der 25. Juni 2021 gewählt.

Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 25. Juni 2021 anfallenden Überschüsse der ERLUS AG (einschließlich des laufenden Jahres) zugrunde zu legen. Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 31. Dezember 2020 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen technischen Bewertungsstichtag abgezinst. Der sich zum 31. Dezember 2020 ergebende Ertragswert wurde dann mit den Eigenkapitalkosten auf den 25. Juni 2021 aufgezinst und zusammen mit dem Wert für die gesondert bewerteten Vermögenswerte der Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegt.

1.4. Bewertungsverfahren

Die Bewertungsgutachterin hat die in der Stellungnahme IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in der Fassung vom 2. April 2008 niedergelegten Grundsätze der Unternehmensbewertung im Rahmen der Wertableitung gemäß den in der Wissenschaft und Rechtsprechung anerkannten Methoden zur Durchführung von Unternehmensbewertungen berücksichtigt. Im Sinne dieser Stellungnahme hat die Bewertungsgutachterin einen objektivierten Unternehmenswert in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt.

Basierend auf der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ergibt sich der Unternehmenswert der ERLUS AG einschließlich der Beteiligung an der Ahrens GesmbH aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts zuzüglich des Wertes für die gesondert bewerteten Vermögenswerte.

Die vorstehende Vorgehensweise zur Wertableitung ist nach unserer Auffassung sachgerecht und bildet die ERLUS AG einschließlich der Beteiligung an der Ahrens GesmbH angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Wir haben die einzelnen der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen und Vorgehensweisen, insbesondere hinsichtlich der Ableitung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes sowie der ausschüttbaren Ergebnisse und die Kapitalisierung dieser Ergebnisse auf den Bewertungsstichtag auf Plausibilität geprüft und die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen. Das Bewertungsmodell stand uns in Auszügen in elektronischer Form ohne Formeln zur Verfügung. Davon ausgehend haben wir die rechnerische Richtigkeit des Bewertungsmodells nachvollzogen. Die Bewertungsergebnisse haben wir ferner auf Basis einer eigenen Bewertung mittels eines eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert. Wir sind überzeugt, dass die uns zur Verfügung gestellten Daten und Berechnungen sowie unsere eigenen Berechnungen eine hinreichende Grundlage für unser Prüfungsergebnis bilden.

Unsere Ergebnisse beruhen auf den uns zur Verfügung gestellten Informationen sowie auf Gesprächen sowohl mit den für die Planungsrechnung verantwortlichen Personen der ERLUS AG als auch mit der Bewertungsgutachterin und ihren Mitarbeitern. Die benötigten Detailinformationen zu Einzelfragen wurden uns auf Nachfrage bereitwillig zur Verfügung gestellt.

1.5. Vergangenheitsbereinigung

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt die Kernaufgabe jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient dabei grundsätzlich als Ausgangspunkt für die Beurteilung der Plausibilität der zukünftig geplanten Ergebnisse. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planzahlen hat die Bewertungsgutachterin die historische Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der ERLUS AG für die Jahre 2018 bis 2020 analysiert und für Zwecke der Vergleichbarkeit um außerordentliche und periodenfremde Ergebniseffekte bereinigt.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse überprüft und im Rahmen unserer Planungsgespräche sowie mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Die sich daraus ergebende bereinigte historische Ertragslage haben wir ebenfalls als Ausgangspunkt für unsere Plausibilisierungsarbeiten herangezogen.

Diese Bereinigungen für die Jahre 2018 bis 2020 sind nachfolgend dargestellt:

Jahr 2018

ERLUS AG GuV	Ist	Bereinigung	Bereinigt
in TEUR	2018	2018	2018
Umsatzerlöse	105.042		105.042
Bestandsveränderungen	(135)		(135)
Sonstige betriebliche Erträge	9.450	(9.077)	373
Gesamtleistung	114.358	(9.077)	105.281
Materialaufwand	(44.011)		(44.011)
Personalaufwand	(29.772)		(29.772)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(19.658)		(19.658)
Sonstige Steuern	(174)		(174)
EBITDA	20.743	(9.077)	11.666
Abschreibungen	(6.843)	1.755	(5.088)
EBIT	13.899	(7.322)	6.577
KPI's			
EBITDA-Marge	19,7%		11,1%
EBIT-Marge	13,2%		6,3%

Die Bereinigungen der sonstigen betrieblichen Erträge betreffen periodenfremde Erträge aus der Auflösung von Rückstellung der Altlastenentsorgung in Teistungen in Höhe von 7.493 TEUR, Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen der Pensionsverpflichtungen und Reaktivierung in Höhe von 1.377 TEUR sowie Erträge aus der Ausbuchung verjährter Verbindlichkeiten in Höhe von 207 TEUR.

Die Bereinigungen der Abschreibungen entfallen auf außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von 1.755 TEUR, die auf unerwartet minderwertige Rohstoffe in einem Lehmgrundstück zurückzuführen sind.

Jahr 2019

ERLUS AG GuV	Ist	Bereinigung	Bereinigt
in TEUR	2019	2019	2019
Umsatzerlöse	110.495		110.495
Bestandsveränderungen	672		672
Sonstige betriebliche Erträge	3.449	(3.065)	383
Gesamtleistung	114.616	(3.065)	111.551
Materialaufwand	(49.018)		(49.018)
Personalaufwand	(31.969)		(31.969)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(20.464)		(20.464)
Sonstige Steuern	(179)		(179)
EBITDA	12.988	(3.065)	9.922
Abschreibungen	(4.494)		(4.494)
EBIT	8.494	(3.065)	5.428
KPI's			
EBITDA-Marge	11,8%		9,0%
EBIT-Marge	7,7%		4,9%

Die Bereinigungen der sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten periodenfremde Erträge aus der Auflösung von Kulanzrückstellungen in Höhe von 2.194 TEUR und Rekultivierung in Höhe von 13 TEUR sowie Gewinne aus Anlagenabgängen in Höhe von 858 TEUR, die aus einem Grundstücksrückverkauf an einen Landwirt resultieren.

Jahr 2020

ERLUS AG GuV	Ist	Bereinigung	Bereinigt
in TEUR	2020	2020	2020
Umsatzerlöse	132.457		132.457
Bestandsveränderungen	(211)		(211)
Sonstige betriebliche Erträge	485		485
Gesamtleistung	132.731	-	132.731
Materialaufwand	(51.677)		(51.677)
Personalaufwand	(35.124)		(35.124)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(22.425)		(22.425)
Sonstige Steuern	(176)		(176)
EBITDA	23.329	-	23.329
Abschreibungen	(4.004)		(4.004)
EBIT	19.325	-	19.325
KPI's			
EBITDA-Marge	17,6%		17,6%
EBIT-Marge	14,6%		14,6%

Im Jahr 2020 wurden keine ergebniserhöhenden bzw. -mindernden Bereinigungen vorgenommen.

Unter Berücksichtigung dieser Bereinigungen vermindert sich die EBIT-Marge der ERLUS AG im Jahr 2018 von 13,2% auf 6,3% und im Jahr 2019 von 7,7% auf 4,9%. Im Jahr 2020 liegt die EBIT-Marge bei 14,6%.

Über die hier dargestellten Bereinigungen hinaus haben wir keine weiteren Anpassungen im Rahmen der Normalisierung der operativen Ergebnisse vorgenommen. Wir haben die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Bereinigungen inhaltlich sowie der Höhe nach nachvollzogen und beurteilen diese als sachgerecht.

1.6. Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

a) Zugrunde liegende Planung und Planungsprozess

Für das Bewertungsobjekt wurde nach den Grundsätzen des IDW S 1 – wie vorstehend beschrieben – von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Da für einen unendlichen Zeitraum eine dezidierte Planung nicht verlässlich ableitbar ist, wurde – wie allgemein bei Unternehmensbewertungen üblich – zunächst zwischen einer Detailplanungsphase sowie der Phase der ewigen Rente unterschieden. Vor dem Hintergrund der regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Emissionsneutralität bis zum Jahr 2050 und den mittel- bis langfristig erforderlichen Investitionen in neue Brenntechnologien hat die Bewertungsgutachterin die Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025 um ein Übergangsjahr 2026 ergänzt, um die erwarteten annualisierten Auswirkungen des bevorstehenden Umbruchs in der Ziegelindustrie abzubilden.

Die der Bewertung zugrunde gelegte Detailplanungsphase basiert auf der von der ERLUS AG zur Verfügung gestellten Budgetplanung für das Jahr 2021 und einer Langfristplanung bis zum Jahr 2025, bestehend aus einer Ertrags-, Bilanz- sowie einer verkürzten Cash Flow-Planung.

Die Budgetplanung ist Ergebnis eines jährlich stattfindenden Planungsprozesses, der im dritten Quartal eines jeden Jahres beginnt und bis Ende Oktober bzw. November abgeschlossen ist.

Der Planungsprozess beginnt mit der Aufforderung des Vorstandes an alle Bereichsverantwortlichen, bottom-up Planansätze für u.a. Umsatz, Produktion, Energie, Marketing, Personal und Investitionen für das Budgetjahr zu erstellen. Die einzelnen Planansätze werden daraufhin durch den Vorstand aggregiert und mit den jeweiligen Bereichsverantwortlichen diskutiert. Nach der Vornahme etwaiger Top-down Anpassungen zur Sicherstellung der Konsistenz der Annahmen werden die Planansätze durch den Vorstand zu einer Planung der Umsatzerlöse, des Materialaufwands, der übrigen Ertrags- und Aufwandsposten sowie der Investitionen für das Budgetjahr überführt. Auf Basis dieser Planansätze erfolgt die Budgetplanung.

Die Langfristplanung der ERLUS AG basiert auf einer vereinfachten Fortschreibung der Budgetplanung für die Folgejahre auf Basis von aktuellen Markteinschätzungen des Vorstands der ERLUS AG und umfasst einen Zeitraum von fünf Jahren, bei dem das erste Planjahr der Budgetplanung entspricht.

Die ursprüngliche Planungsrechnung, bestehend aus Budgetplanung für das Jahr 2021 sowie der Langfristplanung für die Jahre 2022 bis 2025, wurde vom Vorstand im November 2020 erstellt und vom Aufsichtsrat – entsprechend der Vorgehensweise in den früheren Jahren – in

der Aufsichtsratssitzung am 1. Dezember 2020 zustimmend zur Kenntnis genommen und einstimmig verabschiedet.

Auf Basis der Erkenntnisse aus dem Jahresabschluss zum 31. Dezember 2020 sowie der aktuellen Geschäftsentwicklung wurde diese Planungsrechnung im Frühjahr 2021 im Rahmen einer top-down Würdigung vom Vorstand der ERLUS AG aktualisiert. Die aktualisierte Planungsrechnung basiert hinsichtlich der langfristigen Entwicklung auf positiveren Annahmen als die ursprüngliche Planungsrechnung.

Die aktualisierte Planungsrechnung wurde vom Vorstand am 13. April 2021 verabschiedet. Der Aufsichtsrat hat die Planung am gleichen Tag zustimmend zur Kenntnis genommen und verabschiedet.

Die Bewertungsgutachterin hat die Planung der ERLUS AG grundsätzlich übernommen. Darüber hinaus wurden Modifikationen bzw. Ergänzungen durch die Bewertungsgutachterin für die folgenden Sachverhalte vorgenommen:

- Modifikation der operativen Planung um Erträge und Aufwendungen, die im Zusammenhang mit den gesondert bewerteten Vermögenswerten stehen,
- Eliminierung der Bestandsveränderungen,
- Umgliederung der sonstigen Steuern vom Steueraufwand in das EBIT,
- Ermittlung des Finanzergebnisses über eine Finanzbedarfsrechnung,
- Berechnung von Unternehmenssteuern,
- Erweiterung der Unternehmensplanung um den Ansatz eines nachhaltigen Übergangsjahres für das Jahr 2026,
- Erweiterung der Unternehmensplanung um den Ansatz eines nachhaltig erzielbaren Ergebnisses für die Jahre 2027 ff.

Zu den einzelnen Modifikationen bzw. Ergänzungen nehmen wir im Rahmen der Darstellung unserer Prüfungsergebnisse in den folgenden Abschnitten Stellung.

Die Planung der ERLUS AG erfolgte auf stand-alone Basis. Unechte Synergien zwischen der ERLUS AG und der Girnghuber GmbH, die über die seit dem Jahr 1993 bestehende Kooperationsvereinbarung hinaus existieren, wurden im Rahmen der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen nicht identifiziert und bestehen auskunftsgemäß auch nicht. Die entsprechend der Kooperationsvereinbarung seit dem Jahr 1993 bestehende Zusammenarbeit zwischen der ERLUS AG und der Girnghuber GmbH wurde analog zu der Vergangenheit auch in der Planungsrechnung berücksichtigt. Echte Synergieeffekte, die nur im Rahmen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin entstehen, sind bei der Ermittlung des Ertragswerts nicht anzusetzen.

Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Bericht den Planungsprozess zutreffend dargestellt. Wir haben uns durch Gespräche mit dem Vorstand und den Planungsverantwortlichen der ERLUS AG von der Richtigkeit der Darstellung überzeugt.

b) Planungstreue

Für die Beurteilung des wirtschaftlichen Erfolgs der Unternehmensbereiche verwendet die ERLUS AG die Umsatzerlöse sowie das Ergebnis vor Steuern als zentrale finanzwirtschaftliche Steuerungsgröße. Zur Beurteilung der Planungstreue wurde uns von der Bewertungsgutachterin ein Plan-Ist-Vergleich für die Jahre 2018 bis 2020 zur Verfügung gestellt. Den Planzahlen wurden die um die gesamten sonstigen betrieblichen Erträge bereinigten Ergebnisse gegenübergestellt, da diese nicht geplant werden. Die Ergebnisse können den folgenden Tabellen entnommen werden

Plan-Ist-Vergleich Jahr 2018

ERLUS AG Plan-Ist-Vergleich	Plan	Ist (bereinigt)	Delta	
in TEUR	2018		absolut	in %
Umsatzerlöse	108.200	105.042	(3.158)	-2,9%
EBT	8.400	4.485	(3.915)	-46,6%
KPI's				
EBT-Marge	7,8%	4,3%		

Quelle: Geschäftsbericht der ERLUS AG zum 31.12.2018, Managementinformationen der ERLUS AG

Die Planunterschreitung der Umsatzerlöse im Jahr 2018 in Höhe von 3.158 TEUR (-2,9%) ist insbesondere durch einen stärkeren, als erwarteten Rückgang der Baugenehmigungen von Ein- und Zweifamilienhäusern sowie einen stagnierenden Sanierungsmarkt begründet.

Die Planunterschreitung des EBT im Jahr 2018 in Höhe von 3.915 TEUR (-46,6%) ist im Wesentlichen auf die unterjährige Entwicklung der Umsatzerlöse zurückzuführen. Grundsätzlich versucht die ERLUS AG, bei einer negativen Entwicklung der Umsatzerlöse im Laufe des Jahres durch die Verschiebung von geplanten Investitionen oder Neueinstellungen von Mitarbeitern gegenzusteuern, um das geplante Ergebnis für das Jahr erreichen zu können. Während die Umsatzerlöse sich unterjährig im Jahr 2018 gut entwickelten, sind diese erst im letzten Quartal des Jahres unerwartet eingebrochen. Daher konnte die ERLUS AG keine Gegenmaßnahmen zur Erreichung des geplanten Ergebnisses ergreifen.

Plan-Ist-Vergleich Jahr 2019

ERLUS AG Plan-Ist-Vergleich	Plan	Ist (bereinigt)	Delta	
in TEUR	2019		absolut	in %
Umsatzerlöse	108.600	110.495	1.895	1,7%
EBT	4.800	5.206	406	8,5%
KPI's				
EBT-Marge	4,4%	4,7%		

Quelle: Geschäftsbericht der ERLUS AG zum 31.12.2019, Managementinformationen der ERLUS AG

Die Planüberschreitung der Umsatzerlöse im Jahr 2019 in Höhe von 1.895 TEUR (1,7%) ist insbesondere auf einen nicht geplanten Anstieg der Baugenehmigungen von Ein- und Zweifamilienhäusern zurückzuführen.

Die Planüberschreitung des EBT im Jahr 2019 in Höhe von 406 TEUR (8,5%) ist im Wesentlichen auf die positive Umsatzentwicklung zurückzuführen. Darüber hinaus wurde das Ergebnis nicht durch unerwartete Aufwendungen belastet.

Plan-Ist-Vergleich Jahr 2020

ERLUS AG Plan-Ist-Vergleich	Plan	Ist (bereinigt)	Delta	
in TEUR	2020		absolut	in %
Umsatzerlöse	111.000	132.457	21.457	19,3%
EBT	9.077	19.013	9.936	109,5%
KPI's				
EBT-Marge	8,2%	14,4%		

Quelle: Geschäftsbericht der ERLUS AG zum 31.12.2020; Managementinformationen der ERLUS AG

Die Planüberschreitung der Umsatzerlöse im Jahr 2020 in Höhe von 21.457 TEUR (19,3%) resultiert im Wesentlichen aus den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie in Deutschland. Insbesondere im Frühjahr 2020 kam es zu einer stark erhöhten Nachfrage nach den Produkten der ERLUS AG aufgrund der Befürchtung der Kunden, dass die Produktion der ERLUS AG infolge der COVID-19-Pandemie stillgelegt werden könnte. Ein weiterer positiver Nachhol- bzw. Vorzieheffekt wurde durch die befristete Umsatzsteuersenkung von 19% auf 16% im 2. Halbjahr 2020 und das zum 1. Januar 2020 gestartete „Klimapaket 2020“ zur Förderung energetischer Sanierungsmaßnahmen ausgelöst.

Die außergewöhnlich hohe Umsatzsteigerung durch die COVID-19-Pandemie führte auch zu einer deutlichen Planüberschreitung des EBT im Jahr 2020 in Höhe von 9.936 TEUR (109,5%).

Insgesamt zeigt sich, dass die Umsatzziele im Jahr 2018 nicht erreicht wurden, während sie in den Jahren 2019 und 2020 jeweils übertroffen wurden. Grundsätzlich sind die Umsatzerlöse aufgrund der Abhängigkeit von exogenen Faktoren, wie z.B. Entwicklung der Baugenehmigungen von Ein- und Zweifamilienhäusern sowie des Sanierungsmarktes, gesetzliche Rahmenbedingungen und Witterungsbedingungen, nur eingeschränkt planbar.

Auf der Ebene des EBT zeigt sich, dass bei Erreichen der Umsatzziele auch die Ergebnisziele erreicht wurden. Grundsätzlich versucht die ERLUS AG bei einer negativen Umsatzentwicklung durch Gegenmaßnahmen den Umsatzrückgang zu kompensieren. Im Jahr 2018 war dies jedoch aufgrund des Umsatzeinbruchs im letzten Quartal nicht mehr möglich, so dass das EBT aufgrund der Fixkosten unterhalb des geplanten Niveaus lag.

Insgesamt kommen wir auf Basis unserer Analysen zu dem Ergebnis, dass grundsätzlich von einer Planungstreue ausgegangen werden kann.

Die Feststellungen der Bewertungsgutachterin haben wir qualitativ sowie quantitativ nachvollzogen. Die Ergebnisse spiegeln zudem die von uns gewonnenen Erkenntnisse aus den Gesprächen mit der ERLUS AG wider. Insgesamt halten wir es für sachgerecht und angemessen, die Planungsrechnung als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswertes heranzuziehen.

c) Markt- und Wettbewerbsumfeld

Wesentliche Marktentwicklungen

Die ERLUS AG ist als Hersteller von Dachziegeln und Schornsteinsystemen mit regionalem Schwerpunkt auf Süddeutschland im Wesentlichen von der konjunkturellen Entwicklung und den branchenspezifischen Rahmenbedingungen des Wohnbaumarktes und des Marktes für Baumaterialien von Ein- und Zweifamilienhäusern abhängig. Im Produktbereich Dachkeramik ist die ERLUS AG insbesondere im Markt für keramische Baumaterialien, der ein Teilsegment der Baustoffindustrie abbildet, tätig.

Konjunkturelle Entwicklung

Das jährliche BIP-Wachstum und die Entwicklung der Inflationsrate in den Jahren 2018 bis 2025 stellen bedeutende makroökonomische Indikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung der relevanten Märkte der ERLUS AG dar.

Wachstum des BIP in den Jahren 2018 bis 2025 (in %)									
Märkte	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Entwicklung 2018-2025
Deutschland	1,3%	0,6%	-4,9%	3,6%	3,4%	1,6%	1,5%	1,2%	
Österreich	2,6%	1,4%	-6,6%	3,5%	4,0%	2,3%	2,0%	1,8%	

Quelle: IMF, World Economic Outlook Database, April 2021

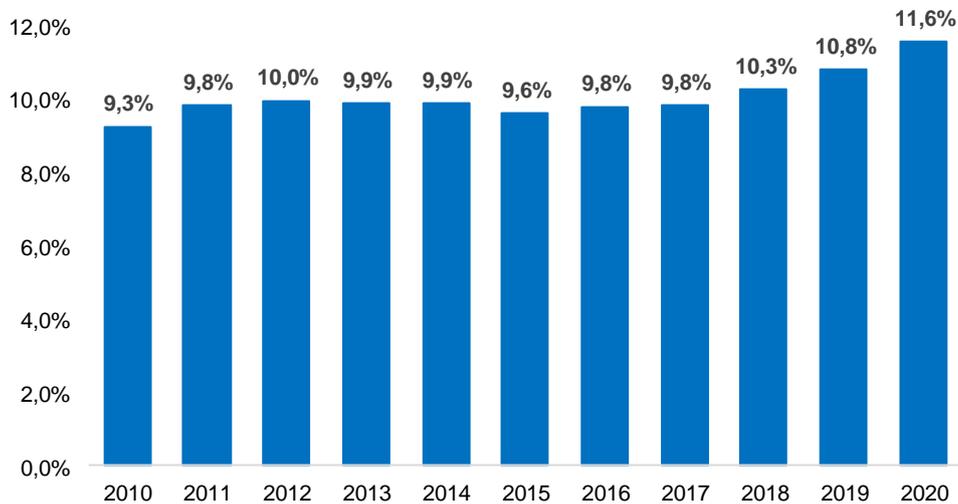
Das jährliche BIP-Wachstum in **Deutschland** hat sich von 1,3% im Jahr 2018 auf 0,6% im Jahr 2019 abgeschwächt. Der Handelskonflikt zwischen China und den USA hat das volkswirtschaftliche Wachstum in Deutschland gebremst. Gestützt wurde das Wachstum vor allem durch den privaten und staatlichen Konsum. Im Jahr 2020 ist die deutsche Wirtschaft nach einer zehnjährigen Wachstumsphase durch die COVID-19-Pandemie in eine tiefe Rezession geraten.⁸ Das BIP ist in Deutschland im Jahr 2020 um 4,9% zurückgegangen.

Der Anteil der Bauinvestitionen am BIP ist entgegen diesem Trend von 10,8% im Jahr 2019 auf 11,6% im Jahr 2020 gestiegen und lag damit über dem Durchschnitt des Anteils der Bauinvestitionen in den Jahren 2010 bis 2020 von rd. 10,1%.⁹

⁸ Vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung vom 14.01.2021.

⁹ Vgl. Destatis, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Januar 2021.

Anteil der Bauinvestitionen am BIP in den Jahren 2010 bis 2020



Quelle: Destatis, Januar 2021; Analyse Mazars

In den Jahren 2021 und 2022 prognostiziert der IMF aufgrund der wirtschaftlichen Erholung durch die Verteilung von Impfstoffen und einer Abschwächung der COVID-19-Pandemie ein BIP-Wachstum von 3,6% bzw. 3,4%. Ab dem Jahr 2023 wird mit einem geringeren jährlichen BIP-Wachstum zwischen 1,2% und 1,6% gerechnet.¹⁰

In **Österreich** ist das BIP durch die Ausbreitung der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 um 6,6% zurückgegangen. Für das Jahr 2021 wird ein Wachstum des BIP in Höhe von 3,5% prognostiziert. Langfristig wird mit einem abnehmenden Wachstum von 4,0% im Jahr 2022 auf 1,8% im Jahr 2025 gerechnet.

Entwicklung der Inflation in den Jahren 2018-2025 (in%)									
Märkte	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Entwicklung 2018-2025
Deutschland	1,9%	1,4%	0,4%	2,2%	1,1%	1,5%	1,7%	1,9%	
Österreich	2,1%	1,5%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	

Quelle: IMF, World Economic Outlook Database, April 2021

In **Deutschland** hat sich die Inflationsrate von 1,9% im Jahr 2018 auf 1,4% im Jahr 2019 verringert. Nach einem Rückgang der Inflationsrate auf 0,4% im Jahr 2020 rechnet der IMF mit einem Anstieg der Inflationsrate auf 2,2% im Jahr 2021. In den Folgejahren vom IMF für Deutschland eine Inflationsrate zwischen 1,1% und 1,9% erwartet.

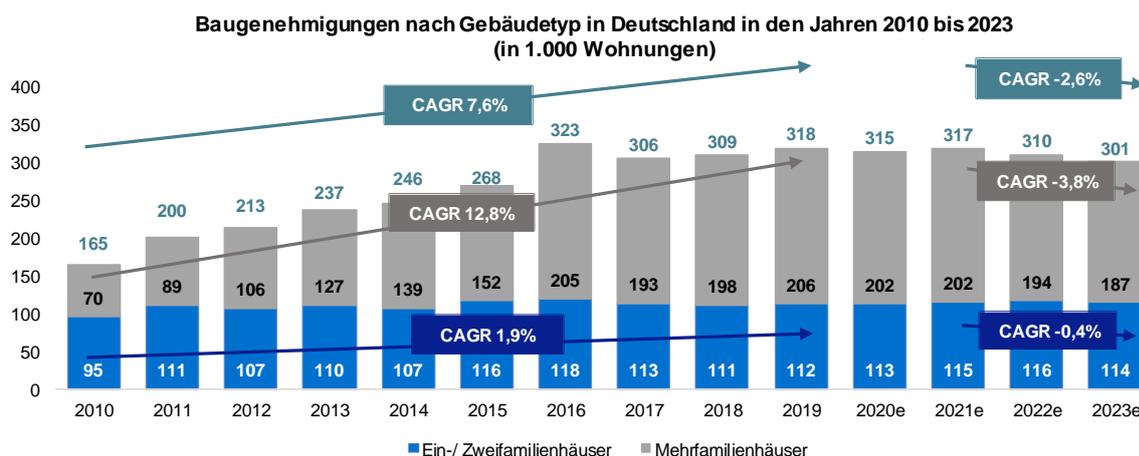
In **Österreich** ist die Inflationsrate von 2,1% im Jahr 2018 auf 1,4% im Jahr 2020 zurückgegangen. Für die Zukunft wird eine leicht steigende Inflationsrate von 1,6% im Jahr 2021 auf 2% im Jahr 2025 prognostiziert.

¹⁰ Vgl. IMF, World Economic Outlook Database, April 2021.

Insgesamt hat sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld aufgrund der Ausbreitung der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 deutlich verschlechtert. Im Jahr 2021 wird in der ersten Jahreshälfte zunächst von einer weiteren Abschwächung der Wirtschaftsleistung ausgegangen. Im weiteren Verlauf des Jahres wird insbesondere durch die bessere Verfügbarkeit von Impfstoffen und Therapien gegen COVID-19 von einer wirtschaftlichen Erholung ausgegangen, wobei die Intensität der Erholung von der Verfügbarkeit der Impfstoffe und der möglichen Ausbreitung der COVID-19-Mutationen abhängt. In den Folgejahren kann vor dem Hintergrund der sich abschwächenden COVID-19-Pandemie, des prognostizierten BIP-Wachstums und der erwarteten relativ niedrigen Inflationsraten von einer Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds ausgegangen werden.¹¹

Wohnbaumarkt in Deutschland

Die nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der Baugenehmigungen für Ein-/Zweifamilien- und Mehrfamilienhäuser in Deutschland in den Jahren 2010 bis 2023 dar:



Quelle: Statistisches Bundesamt, Bauen und Wohnen, 2020; B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020

Die Baugenehmigungen im Wohnbaumarkt in Deutschland sind in den Jahren 2010 bis 2019 um durchschnittlich rd. 7,6% p.a. gestiegen.¹² Während die Baugenehmigungen für Wohnungen in Mehrfamilienhäusern in diesem Zeitraum ein Wachstum von rd. 12,8% p.a. verzeichneten, hat sich die Anzahl der Baugenehmigungen für Wohnungen in Ein-/Zweifamilienhäusern lediglich um durchschnittlich rd. 1,9% p.a. erhöht. Demnach hat sich der Anteil der Wohnungen in Mehrfamilienhäusern deutlich erhöht. Da der Bauboom hauptsächlich in den Großstädten stattfand, in denen auch die Preise für Baugrund wesentlich höher sind als in ländlichen Regionen, wurden in erster Linie große Wohnanlagen anstatt kleiner Ein- und Zweifamilienhäuser gebaut.¹³

¹¹ Vgl. IMF, World Economic Outlook Database, April 2021.

¹² Vgl. Statistisches Bundesamt: Wohngebäude - Wohnungsbaugenehmigungen in Deutschland bis 2019, 2020; B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 36.

¹³ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 11.

In der Region Süddeutschland, wo die ERLUS AG ihren Vertriebschwerpunkt hat, wird am stärksten in den Wohnbau investiert. In Baden-Württemberg und Bayern werden knapp ein Drittel aller Baugenehmigungen in Deutschland erteilt. Insbesondere Baden-Württemberg verzeichnete seit dem Jahr 2016 einen überdurchschnittlichen Umsatzanstieg, während in Bayern die Steigerungsraten etwas geringer ausfielen.¹⁴

Die B+L Marktdaten GmbH, Bonn (im Folgenden „B+L“), erwartet, dass die Anzahl der Baugenehmigungen im Wohnbaumarkt nach einem leichten Rückgang um 1,2% im Jahr 2020 gegenüber dem Vorjahr im Jahr 2021 wieder ungefähr das Niveau des Jahres 2019 erreicht. Für die Jahre 2021 bis 2023 prognostiziert die B+L einen Rückgang der Baugenehmigungen von rd. 2,6% p.a., wobei der Anteil der Wohnungen in Einfamilienhäusern voraussichtlich leicht steigen wird. Während für die Baugenehmigungen für Wohnungen in Mehrfamilienhäusern in den Jahren 2021 bis 2023 ein Rückgang von durchschnittlich rd. 3,8% p.a. erwartet wird, soll die Anzahl der Baugenehmigungen der Wohnungen in Ein-/Zweifamilienhäusern lediglich um durchschnittlich rd. 0,4% p.a. zurückgehen. Die Prognose basiert auf der Annahme eines weiterhin hohen Preisniveaus in den urbanen Zentren, der generellen Knappheit der Baugrundstücke sowie auf der Erhöhung der Entfernungspauschale ab dem Jahr 2021, wodurch das Wohnen in der Peripherie der Städte attraktiver wird. Darüber hinaus trägt auch das zunehmende Arbeiten im Homeoffice in der COVID-19-Pandemie zur Attraktivität des Wohnens auf dem Land bei.¹⁵

Markt für Dachdeckung in Deutschland

Bei Ein- und Zweifamilienhäusern kommen vorwiegend Steildächer in Deutschland zum Einsatz, wobei jedoch auch andere Dachformen zunehmend beliebter werden. Bei Mehrfamilienhäusern kommen eher Flachdächer oder begrünte Dachanlagen zum Einsatz.¹⁶ Entsprechend den Untersuchungen von B+L lag der Anteil von Flachdächern im Jahr 2019 bei rd. 56%.¹⁷

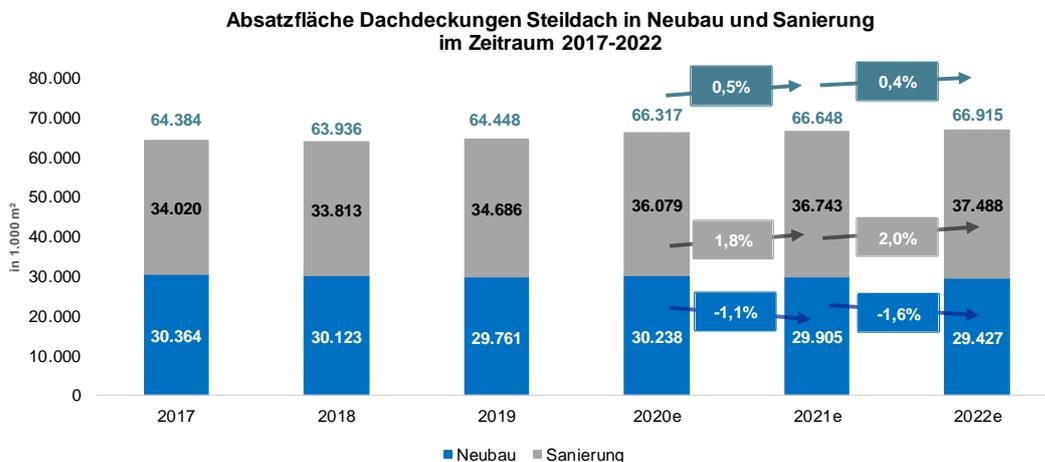
Der Gesamtmarkt der in Deutschland erstellten Steildachflächen ist in den Jahren 2017 bis 2019 mit rd. 64,4 Mio. m² nahezu konstant geblieben, wobei sich der Anteil der im Rahmen von Sanierungen erstellten Steildachflächen erhöht hat. Die nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der Absatzflächen der erstellten Steildachflächen getrennt nach Neubau und Sanierung in Deutschland in den Jahren 2017 bis 2022 dar:

¹⁴ Vgl. IBIS World, Branchenreport Gebäudebau, Januar 2021, S.21.

¹⁵ Vgl. B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 36.

¹⁶ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 11.

¹⁷ Vgl. B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 8 und S. 13.



Quelle: B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020

Für das Jahr 2020 erwartet die B+L ein Wachstum der Steildachflächen um rd. 2,9% auf 66,3 Mio. m², das auf verstärkte Sanierungstätigkeiten infolge der COVID-19-Pandemie zurückzuführen ist. Als Ursache wird eine gestiegene Investitionsbereitschaft der privaten Haushalte angeführt, da Verbesserungen an der eigenen Immobilie gerade in Krisenzeiten als stabile Wertanlage angesehen werden.¹⁸ Darüber hinaus führen die Verlagerung der Arbeit ins Homeoffice und die Kurzarbeit zu einem verstärkten Fokus auf das Eigenheim. Ein weiterer Auslöser ist das zum 1. Januar 2020 gestartete „Klimapaket 2020“, da mit energetischen Sanierungsmaßnahmen häufig auch andere Renovierungsmaßnahmen, wie z.B. eine Dachrenovierung, einhergehen.¹⁹

In den Jahren 2021 und 2022 rechnet die B+L mit einer insgesamt stabilen Entwicklung der Steildachflächen in Deutschland. Während die im Rahmen des Neubaus erstellten Steildachflächen im Jahr 2021 um 1,1% und im Jahr 2022 um 1,6% im Vergleich zum Vorjahr voraussichtlich zurückgehen werden, wird für die im Rahmen von Sanierungen erstellten Steildachflächen ein jährliches Wachstum von 1,8% im Jahr 2021 und 2,0% im Jahr 2022 prognostiziert. Dies liegt unter anderem daran, dass der Trend zu Flachdächern bei Neubauten weiterhin bestehen bleibt.

¹⁸ Vgl. B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 7.

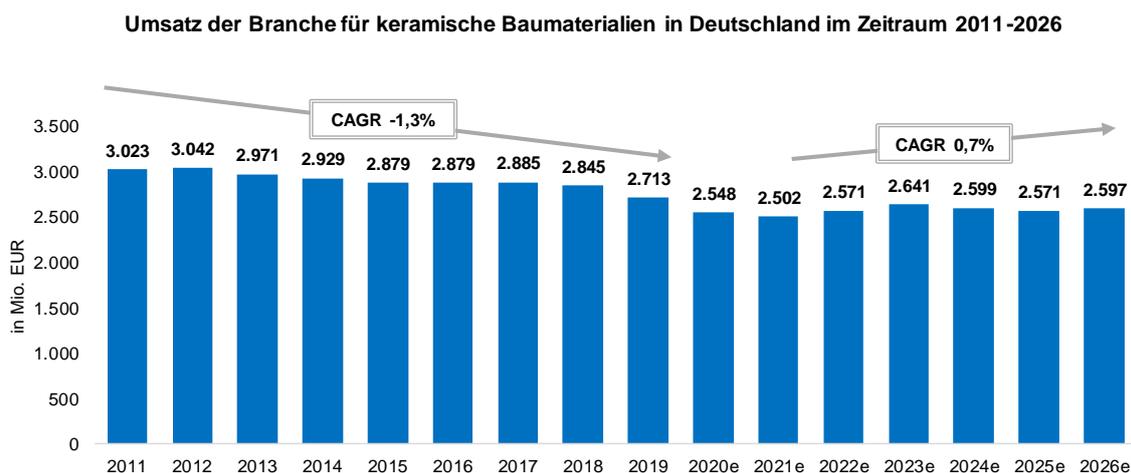
¹⁹ Vgl. B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 6.

Markt für keramische Baumaterialien in Deutschland

Der Markt für keramische Baumaterialien beinhaltet die Herstellung von keramischen Boden- und Wandfliesen sowie die Herstellung von Ziegeln und Rohren. Dazu zählen Mauerziegel, Dachziegel und Rohre aus keramischen Materialien. Die Herstellung von Ziegeln und sonstiger Baukeramik stellt ein Segment der Baustoffindustrie dar.

Bei der Herstellung der Steildachflächen werden mit einem Anteil von rd. 53% vorwiegend Dachziegel als Materialien verwendet, gefolgt von den Dachsteinen mit einem Anteil von rd. 20%.²⁰ Unterschieden wird bei den Dachziegeln zwischen Strangdachziegeln und Pressdachziegeln, wobei letztere einen Anteil von rd. 80% der in Deutschland produzierten Dachziegel ausmachen. Die bekannteste Form der Dachziegel ist jene des Biberschwanzziegels.²¹

Die nachfolgende Abbildung stellt die Umsatzentwicklung der Branche für keramische Baumaterialien in Deutschland in den Jahren 2011 bis 2026 dar:



Quelle: IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 41

Die Umsätze der Branche für keramische Baumaterialien sind in den Jahren 2011 bis 2019 um insgesamt durchschnittlich rd. 1,3% p.a. zurückgegangen. Während andere Baubranchen vom Bauboom in Deutschland profitierten, blieb die Entwicklung der Branche für keramische Baumaterialien hinter den Erwartungen zurück. Dies liegt vor allem an der stagnierenden Nachfrage aus dem Bereich der Ein- und Zweifamilienhäuser, die das Wachstum der Branche wesentlich stärker als andere Baubereiche beeinflusst. Während die Bauaktivitäten bei Wohngebäuden mit mehr als drei Wohneinheiten deutlich anstiegen, stagnierte die Zahl der genehmigten Ein- und Zweifamilienhäuser. Da bei den Ein- und Zweifamilienhäusern im Gegensatz zu modernen Wohnanlagen in erster Linie Mauer- und Tondachziegel Verwendung finden, ging die Nachfrage nach keramischen Baumaterialien zurück.

²⁰ Vgl. B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 9.

²¹ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 17 f.

Für das Jahr 2020 wird entsprechend IBIS World davon ausgegangen, dass sich der Umsatz der deutschen Branche für keramische Baumaterialien weiter rückläufig entwickeln und bei rd. 2.548 Mio. EUR liegen wird. Als Ursache wird insbesondere die starke Konkurrenz im Dachziegelmarkt und die zunehmende Beliebtheit von Flachdächern angeführt.²²

Für die Jahre 2021 bis 2026 prognostiziert IBIS World, dass sich die negative Entwicklung der Branche in der Vergangenheit mit einem erwarteten Wachstum von durchschnittlich 0,7% p.a. leicht verbessern wird. Das Wachstum der Branche ist auf eine weiterhin steigende Nachfrage nach Wohngebäuden mit mehr als drei Wohneinheiten in den Stadtgebieten zurückzuführen. Für die Dachziegelproduktion erwartet IBIS World, dass sich der Trend der sinkenden Produktionszahlen in der Vergangenheit auch in den nächsten Jahren fortsetzen wird, wodurch der Anteil der Dachziegel am Gesamtumsatz abnehmen wird.²³

Darüber hinaus wird mit einem zunehmenden Wettbewerbsdruck in der Branche gerechnet, der zu geringeren Gewinnmargen führt und kleinere Hersteller aus dem Markt drängt, so dass sich Konsolidierungseffekte in der Branche voraussichtlich verstärken werden. Eine Möglichkeit, um diesem Trend entgegenzuwirken, wird in der Konzentration auf Nischenprodukte gesehen. So gewinnt die Herstellung von hochwertigen, isolierenden Baumaterialien zunehmend an Bedeutung.²⁴ Einige Hersteller investieren entsprechend IBIS World in Ziegelsteine mit integrierten Dämmmaterialien oder in moderne Solardachziegel.²⁵ Ein weiteres Potenzial der Branche wird in den zahlreichen Sanierungs- und Renovierungsaktivitäten am deutschen Markt gesehen.²⁶ Nachteilig wirkt sich in diesem Zusammenhang ein Mangel an Fachkräften für Dachsanierungen aus. Handwerksbetriebe sind oft nicht in der Lage, Personalressourcen aufzustocken.²⁷

²² Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 8 f.

²³ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 17 f.

²⁴ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 14.

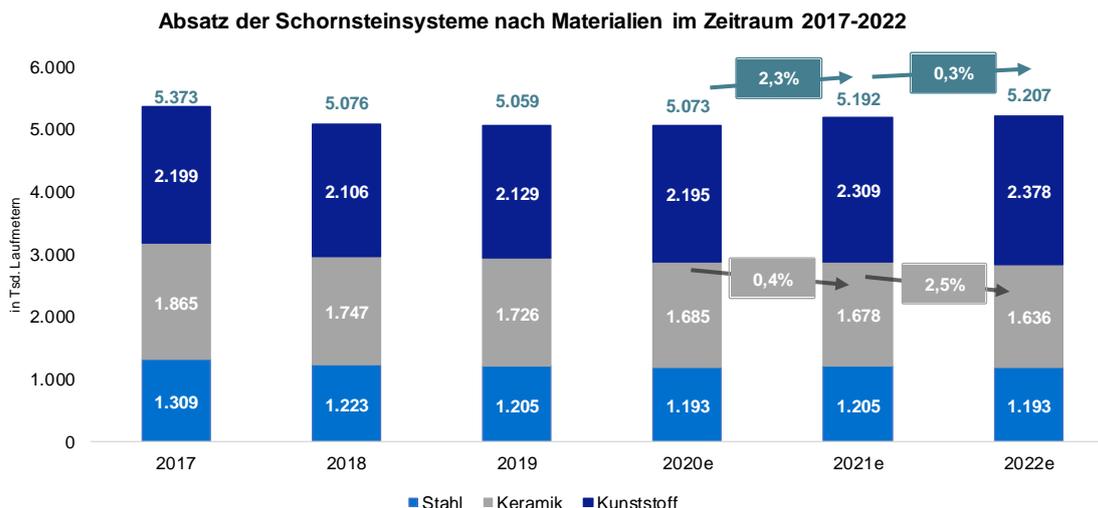
²⁵ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 9 und 12.

²⁶ Vgl. Statistisches Bundesamt, Wohnungsbau - Struktur nach Art der Bauleistung in Deutschland bis 2019, November 2020.

²⁷ Vgl. Baulinks: Steildach in der Krise, vom 16.11.2020, unter <https://www.baulinks.de/webplugin/2020/1853.php4>, Abruf am 19.03.2021.

Markt für Schornsteinsysteme in Deutschland

Die nachfolgende Abbildung stellt die Absatzentwicklung der Schornsteinsysteme getrennt nach Materialien in Deutschland im Zeitraum 2017 bis 2022 dar:



Quelle: B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020

Die Absatzmengen der Schornsteinsysteme in Deutschland sind von rd. 5,4 Mio. Laufmetern im Jahr 2017 um durchschnittlich rd. 3,0% auf rd. 5,1 Mio. Laufmeter im Jahr 2019 zurückgegangen, wobei der Anteil der Schornsteinsysteme mit Keramikinnenrohr von rd. 34,7% im Jahr 2017 auf rd. 34,1% im Jahr 2019 zurückgegangen ist. Im Zeitraum von 2020 bis 2022 wird ein jährlicher Anstieg der Absatzmengen der Schornsteinsysteme von rd. 2,3% im Jahr 2021 und rd. 0,3% im Jahr 2022 prognostiziert. Der Anteil der Schornsteinsysteme mit Keramikinnenrohr soll entsprechend der Prognosen von B+L kontinuierlich zugunsten eines höheren Anteils von Kunststoffinnenrohren von 33,2% im Jahr 2020 auf 31,4% im Jahr 2022 zurückgehen.²⁸

In der ersten Verordnung zur Durchführung des Bundes-Immissionsschutzgesetzes (1. BImSchV) werden die Grenzwerte für die Feinstaub- und Kohlenmonoxid-Emissionen von Einzelfeuerungsanlagen sowie Fristen für die Stilllegung bzw. den Austausch alter Geräte festgelegt. Entsprechend der 2. Stufe der 1. BImSchV dürfen bei Anlagen, die ab dem 1. Januar 2015 ihren Betrieb aufnehmen, die Grenzwerte von 0,04 g/m³ für Feinstaub und 1,25 g/m³ für Kohlenmonoxid nicht überschritten werden.²⁹ Für ältere Geräte mit einem Datum auf dem Typenschild vom 1. Januar 1995 bis einschließlich 21. März 2010 gelten Übergangsregelungen mit Grenzwerten von 0,15 g/m³ für Feinstaub und 4 g/m³ für Kohlenmonoxid. Zur Einhaltung der Grenzwerte müssen ältere Geräte spätestens bis zum 31. Dezember 2024 nachgerüstet oder außer Betrieb genommen werden.³⁰ Aufgrund der Verpflichtung zur Nachrüstung wird mit einem kurzfristigen, nicht nachhaltigen Anstieg von Schornsteinsystemen gerechnet. Offene

²⁸ Vgl. B+L, Marktbericht Dachdeckungen, September 2020, S. 19.

²⁹ Vgl. Anlage 4 der 1. BImSchV.

³⁰ Vgl. § 26 Abs. 1 der 1. BImSchV.

Kamine sind von der Übergangsregelung befreit.³¹ Allerdings gilt für diese Kamine die Einschränkung, dass nur ein gelegentlicher Betrieb erlaubt ist.³² Ein Betrieb von 8 Tagen im Monat für 5 Stunden wurde als zulässig erachtet.³³

Aufgrund der Restriktionen, die voraussichtlich im Zuge der Klimapolitik weiter verschärft werden, wird langfristig ein kontinuierlicher Rückgang des Neubaugeschäfts von Schornsteinsystemen erwartet. Ursächlich hierfür ist vor allem die Abkehr von fossilen Brennstoffen und die staatliche Förderung von neuen, emissionsarmen Technologien, wie z.B. der Wärmepumpe. Der Absatz von Wärmepumpen ist im Jahr 2020 um rd. 40% gegenüber dem Vorjahr auf rd. 120.000 Stück gestiegen.³⁴ Auch der zunehmende – teilweise politisch motivierte – Trend von Ein- und Zweifamilienhäusern hin zu größeren Wohnanlagen führt voraussichtlich zu einer geringeren Nachfrage nach Kaminen und zu einer geringeren Nachfrage nach Schornsteinsystemen. Darüber hinaus hat der steigende Anteil von Flachdächern und der zunehmende Verzicht auf Keller eine deutliche Verringerung der benötigten Laufmeter der Schornsteinsysteme zur Folge. Entsprechend einer Analyse von Almondia halten rd. 74% der zukünftigen Hauseigentümer einen Keller für verzichtbar.³⁵ Vor diesem Hintergrund kann langfristig von einem rückläufigen Marktvolumen der Schornsteinsysteme ausgegangen werden.

Entwicklung der Energiepreise

Da die ERLUS AG mit der Herstellung ihrer Produkte zu den energieintensiven Betrieben zählt, ist die Entwicklung der Energiepreise von besonderer Bedeutung für die Gesellschaft. Die ERLUS AG verwendet für die Herstellung der keramischen Dachziegel im Wesentlichen die Energieträger Strom und Gas.

Die Strompreise für Industriekunden ohne Vergünstigungen mit einer jährlichen Abnahmemenge von 24 GWh sind gemäß Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt in den letzten sieben Jahren um durchschnittlich rd. 1,5% p.a. auf 16,54 ct/kWh gestiegen.

³¹ Vgl. § 4 Abs. 4 der 1. BImSchV.

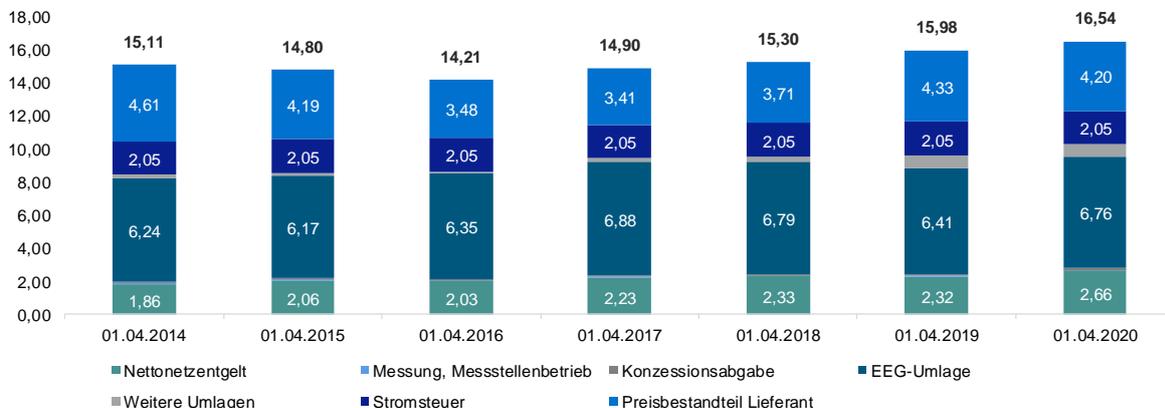
³² Vgl. § 26 Abs. 3 der 1. BImSchV.

³³ Vgl. OVG Rheinland-Pfalz vom 12.04.1991, 7 B 10342/91.

³⁴ Vgl. Bundesverband Wärmepumpe e.V, Positives Signal für den Klimaschutz, 19.01.2021.

³⁵ Vgl. Almondia, Nur noch jeder vierte Bauherr in Deutschland möchte ein Haus mit Keller bauen, 28.06.2017.

Strompreise für Industriekunden in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2020 (in ct/kWh)

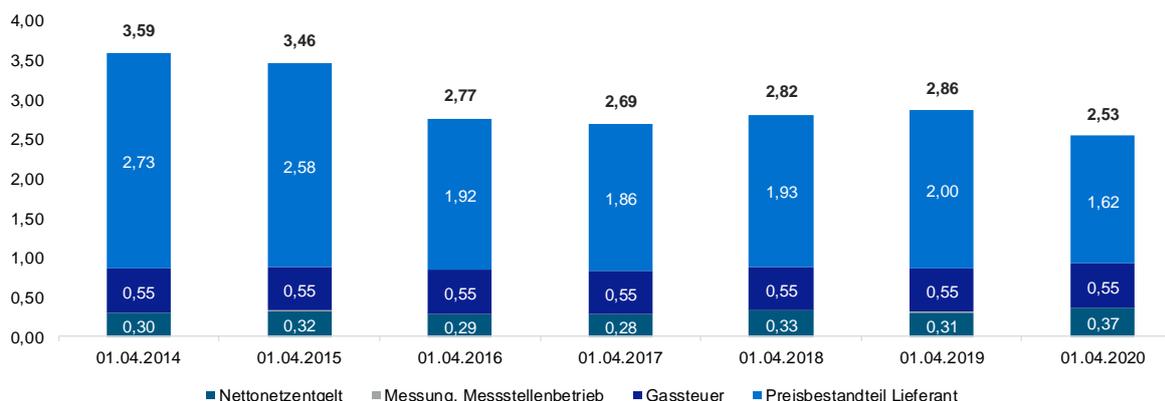


Quelle: Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt, Monitoringbericht, 2020

Mit einem Anteil von rd. 41% des gesamten Strompreises stellt die EEG-Umlage, die den Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland fördert, den wesentlichen Kostenfaktor dar. In der Vergangenheit kam es vor allem in den Bereichen Nettonetzentgelt und Umlagen zu Kostensteigerungen, wohingegen der vom Lieferanten beeinflussbare Preisbestandteil, wie z.B. Strombeschaffungs-, Vertriebskosten und die Marge, einen Rückgang von durchschnittlich rd. 1,5% p.a. verzeichnete.³⁶

Die Gaspreise für Industriekunden mit einer jährlichen Abnahmemenge von 116 GWh sind gemäß Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt in den letzten sechs Jahren von 3,59 ct/kWh um durchschnittlich rd. 5,7% p.a. auf 2,53 ct/kWh gesunken.

Gaspreise für Industriekunden in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2020 (in ct/kWh)



Quelle: Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt, Monitoringbericht, 2020

³⁶ Vgl. Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt 2020, Monitoringbericht, S. 269. Hinweis: Die Werte für die Jahre vor 2014 bzw. 2019 wurden den Vorjahrespublikationen entnommen.

Ursächlich für den Rückgang der Gaspreise ist der vom Lieferanten beeinflussbare Preisbestandteil, welcher u.a. die Marge, die Gasbeschaffungs- und die Vertriebskosten der Lieferanten beinhaltet. Der leichte Anstieg der Nettonetzentgelte wurde durch den Rückgang der vom Lieferanten beeinflussbaren Preisbestandteile überkompensiert.³⁷

Die zukünftige Entwicklung der Strom- und Gaspreise wird vor allem durch die Klimapolitik und deren Regularien beeinflusst. Neben den reinen Energiekosten, die langfristig als stabil eingeschätzt werden, sind vor allem die Entwicklung der Abgaben und die Entwicklung der Preise für Emissionszertifikate von besonderer Bedeutung. Im Jahr 2010 legte die Bundesregierung für Deutschland das Ziel fest, die Treibhausgasemissionen bis zum Jahr 2050 im Vergleich zum Jahr 1990 um 80% bis 95 % zu mindern.³⁸ Dieses Vorhaben hat die Bundesregierung im Jahr 2016 im Klimaschutzplan 2050 bekräftigt und für die einzelnen Sektoren spezifische Minderungsziele ergänzt.³⁹ Diese Ziele wurden im Bundes-Klimaschutzgesetz gesetzlich verankert, das eine Verringerung der zulässigen Jahresemissionsmenge im Bereich Industrie von 186 Mio. Tonnen CO₂-Äquivalente im Jahr 2020 auf 140 Mio. Tonnen CO₂-Äquivalente im Jahr 2030 vorsieht.⁴⁰ Auch die EU weist in ihrer Mitteilung zum „European Green Deal“ auf die entscheidende Bedeutung der Dekarbonisierung und Modernisierung energieintensiver Industrien hin, um eine klimaneutrale und kreislauforientierte Wirtschaft bis zum Jahr 2050 zu erreichen.

Um die Treibhausgasemissionen zu verringern, wurde im Jahr 2005 das EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS) als wichtigstes Instrument zur kostenwirksamen Verringerung der Treibhausgasemissionen der Industrie eingeführt. Das EU-EHS ist ein Handelssystem mit fester Obergrenze (cap and trade). Die Grundidee des EU-EHS besteht darin, eine Obergrenze zu definieren, die sich im Laufe der Zeit verringert. Innerhalb dieser Obergrenzen erhalten oder erwerben Unternehmen Emissionszertifikate, mit denen sie nach Bedarf handeln können. Jedes Unternehmen ist verpflichtet, am Jahresende genügend Zertifikate für seine gesamten Emissionen vorzulegen. Ist die Anzahl der Emissionszertifikate nicht ausreichend, drohen dem Unternehmen hohe Strafgebühren. Hat ein Unternehmen seine Emissionen reduziert, so kann es die überzähligen Zertifikate für künftige Zwecke entweder behalten oder an ein anderes Unternehmen verkaufen, das Zertifikate benötigt. Hierdurch sollen Investitionen in saubere, kohlenstoffarme Technologien gefördert werden.⁴¹ Die ERLUS AG ist als energieintensiver Betrieb ebenfalls dazu verpflichtet, genügend Zertifikate am Jahresende zu besitzen.

Aufgrund der Tatsache, dass in der Vergangenheit oftmals ein Überangebot von Emissionszertifikaten und damit einhergehend ein konstant niedriger Handelspreis vorlag, waren die Kosten für Emissionszertifikate für Unternehmen nicht relevant bzw. von untergeordneter Bedeutung.

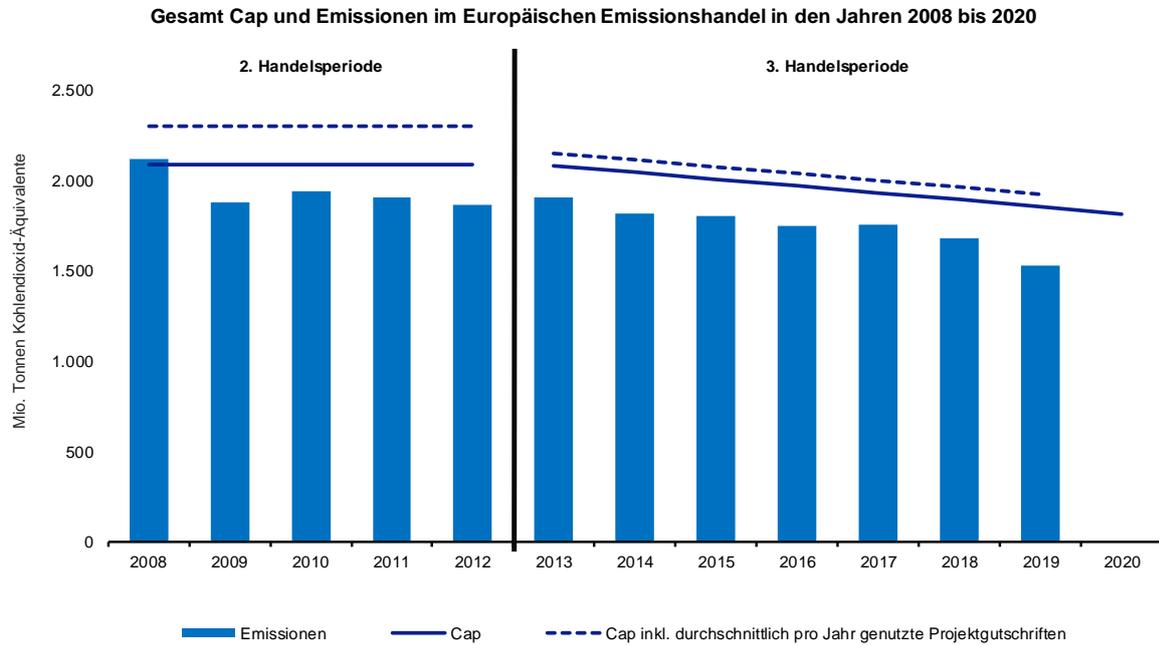
³⁷ Vgl. Bundesnetzagentur und Bundeskartellamt 2020, Monitoringbericht, S. 434. Hinweis: Die Werte für die Jahre vor 2014 bzw. 2019 wurden den Vorjahrespublikationen entnommen.

³⁸ Vgl. Energiekonzept der Bundesregierung 2010, Bundestags-Drucksache 17/3409, S. 2.

³⁹ Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit 2016, Klimaschutzplan 2050, S. 6.

⁴⁰ Vgl. Bundes-Klimaschutzgesetz 2019, Anlage 2.

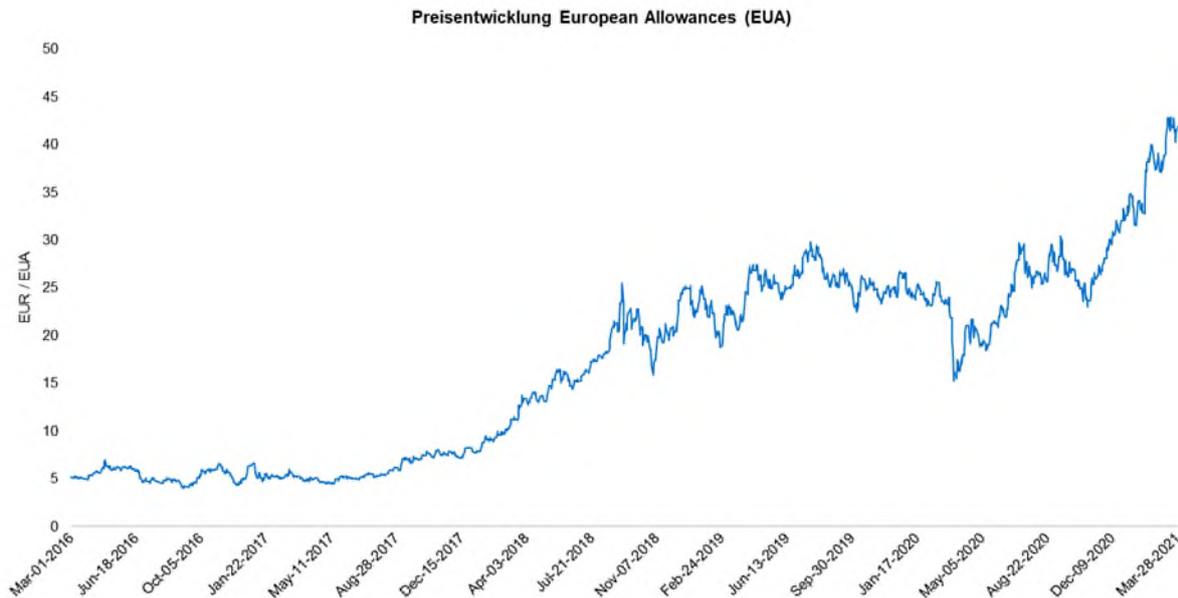
⁴¹ Vgl. Europäische Union 2015, EU ETS Handbook, S. 16.



Quelle: Umweltbundsamt 2020, Deutsche Emissionshandelsstelle

Die ab dem 1. Januar 2021 startende 4. Handelsperiode soll dagegen einen schnelleren und nachhaltigeren Überschussabbau fördern, wodurch eine Knappheit erzeugt wird, die zu steigenden Zertifikatspreisen führt. Um dieses Ziel zu erreichen, wird innerhalb der 4. Handelsperiode u.a. der lineare Reduktionsfaktor von 1,74% auf 2,2% erhöht.⁴²

⁴² Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit 2018, Die Reform des EU-Emissionshandels für die 4. Handelsperiode (2021-2030), S. 2.



Quelle: S&P Capital IQ, Carbon Emissions EUA, Stand 31. März 2021

Nachdem sich das Europäische Parlament und der Rat im Februar 2018 offiziell für die Überarbeitung ausgesprochen haben, kam es zu einem durchschnittlichen Preisanstieg der Zertifikatspreise von 10,16 EUR im Februar 2018 um rd. 60% p.a. auf 41,98 EUR im März 2021. Für das Jahr 2022 wird ein Anstieg des Zertifikatspreises von durchschnittlich 39,24 EUR im Jahr 2021 um rd. 17,8% auf durchschnittlich 46,24 EUR prognostiziert.⁴³ Langfristig wird ein Anstieg des Zertifikatspreises auf 89 EUR im Jahr 2030 erwartet, um bis zu diesem Jahr das Ziel der EU zur Senkung der Emissionen um mindestens 55% zu erreichen.⁴⁴

⁴³ Vgl. Thomson Reuters: Analysts raise EU carbon price forecasts after bull run, vom 18. Januar 2021, unter <https://www.reuters.com/article/us-eu-carbon-poll/analysts-raise-eu-carbon-price-forecasts-after-bull-run-idUKKBN29N0ZJ>, abgerufen am 29.04.2021.

⁴⁴ Vgl. Thomson Reuters: EU price on pollution hits record high in early 2021, vom 5. Januar 2021, unter <https://www.reuters.com/article/us-eu-carbontrading-idUSKBN29A1WQ>, abgerufen am 29.04.2021.

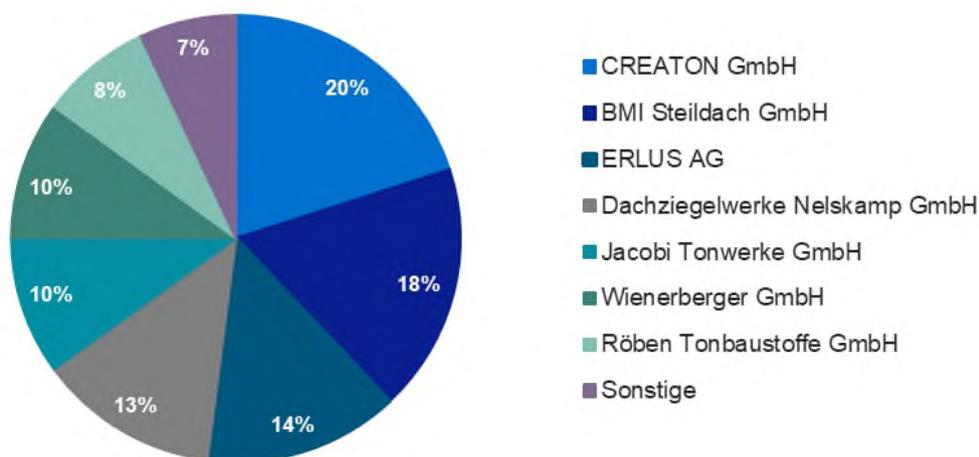
Wettbewerbsumfeld

Das Wettbewerbsumfeld in den einzelnen Produktbereichen der ERLUS AG stellt sich wie folgt dar:

Dachziegel

Die Dachziegelbranche in Deutschland weist eine starke Konzentration der Wettbewerber auf. Die folgende Grafik zeigt die geschätzten Marktanteile der Wettbewerber der ERLUS AG:

Marktanteile der Wettbewerber im Dachziegelmarkt in Deutschland



Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG

Das Wettbewerbsumfeld wird durch einige wenige Anbieter, wie CREATON GmbH, Wertingen (im Folgenden „CREATON GmbH“), BMI Steildach GmbH, Oberursel (Taunus) (im Folgenden „BMI Steildach GmbH“), sowie Dachziegelwerke Nelskamp GmbH, Schermbeck (im Folgenden „Dachziegelwerke Nelskamp GmbH“), dominiert. Diese drei Marktteilnehmer verfügen über einen Marktanteil von insgesamt rd. 51%. Die ERLUS AG schätzt ihren eigenen Marktanteil auf rd. 14%. Die Wienerberger GmbH, Hannover (im Folgenden „Wienerberger GmbH“), besitzt einen Marktanteil von rd. 10% und betreibt Dachziegelwerke in Straubing und Bogen, die sich in unmittelbarer Nähe zur ERLUS AG befinden.⁴⁵

Die **CREATON GmbH** ist spezialisiert auf die Herstellung von Tondachziegeln, Betondachsteinen und Dachsystemkomponenten.⁴⁶ Das Kerngeschäft beinhaltet Renovierungs-, Sanierungs-, Modernisierungsmaßnahmen und Neubauten im Wohnungsbau. Geografisch betrachtet konzentriert sich CREATON GmbH vor allem auf den deutschen Markt mit regionalen

⁴⁵ Vgl. Unternehmenswebseite der Wienerberger GmbH, unter <https://www.wienerberger.de>, abgerufen am 22.04.2021.

⁴⁶ Vgl. Unternehmenswebseite der CREATON GmbH, unter <https://www.creaton.de>, abgerufen am 12.04.2021.

Schwerpunkten. Die Produkte werden weltweit exportiert, wobei der Fokus in den europäischen Ländern liegt.⁴⁷

Die **BMI Steildach GmbH** produziert und vertreibt in Deutschland Betondachsteine und Tondachziegel sowie das dazugehörige Zubehör. Zur Komplettierung der Produktpalette werden neben den eigenerzeugten Produkten auch Dachsystemteile sowie Energieprodukte fürs Dach vertrieben. Die Herstellung erfolgt in zehn Werken in Deutschland.⁴⁸ Die BMI Steildach GmbH ist Teil der weltweit tätigen BMI Group S.à.r.l., Luxemburg, mit regionalen Schwerpunkten in Europa, Asien und Afrika, die wiederum vom global tätigen Industriekonzern Standard Industries, New York / USA, gehalten wird.

Die **Dachziegelwerke Nelskamp GmbH** ist ein in Deutschland ansässiger Hersteller von Dacheindeckungsmaterial. Das Kernsortiment bilden Dachsteine, Dachziegel sowie deren Zubehör. Solartechnik ergänzt das Portfolio. Insgesamt ist das Unternehmen an sechs Standorten in Deutschland vertreten, wobei jeder Standort das komplette Produktportfolio anbietet.⁴⁹ Die Umsätze werden überwiegend im Inland erzielt. Die Exportquote – hauptsächlich in den EU-Raum – liegt im Jahr 2019 bei 27%.⁵⁰

Die **Wienerberger GmbH** ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der börsennotierten Wienerberger AG, Wien / Österreich, und ist spezialisiert auf die Herstellung von Tonbaustoffen. Das Kernsortiment bilden Dachziegel und -zubehör, Hinter- und Vormauerziegel, Schornsteinsysteme, Pflasterklinker und Fassadensysteme. Die verschiedenen Tonbaustoffe werden an insgesamt 15 Produktionsstandorten produziert. Für eine nähere Beschreibung dieses börsennotierten Wettbewerbers verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt C.II.1.7.

Die Dachziegelbranche ist durch einen Konsolidierungstrend kleinerer und mittelständischer Unternehmen mit den großen Akteuren gekennzeichnet. So wurde im Dezember 2020 der Kauf der CREATON Gruppe durch das französische Unternehmen Terreal SAS, Suresnes / Frankreich, von der ETEX Group bekanntgegeben. Durch den Zusammenschluss haben die beiden Unternehmen die europäische Marktführerschaft im Bereich Tondachziegel inne.⁵¹ Der anhaltende Konsolidierungstrend bei gleichzeitig relativ hohen Eintrittsbarrieren der Dachziegelbranche aufgrund des hohen Investitionsbedarfs sowie des erforderlichen keramischen Know-Hows führt zu einer abnehmenden Anzahl der Marktteilnehmer.

Aufgrund der Stagnation beim Neubau von Ein- und Zweifamilienhäusern wird erwartet, dass sich der Wettbewerbsdruck innerhalb der Branche weiter intensiviert.⁵² Darüber hinaus führen steigende Preise für Baumaterialien zu negativen Einflüssen auf die Renovierungs- und Sanierungsaktivitäten, was auch den Trend zu preiswerteren Materialien für Dacheindeckungen,

⁴⁷ Vgl. Jahresabschluss der CREATON GmbH zum 31.12.2019.

⁴⁸ Vgl. Jahresabschluss der BMI Steildach GmbH zum 31.12.2019.

⁴⁹ Vgl. Unternehmenswebseite der Dachziegelwerke Nelskamp GmbH, unter <https://www.nelskamp.de>, abgerufen am 12.04.2021.

⁵⁰ Vgl. Jahresabschluss der Dachziegelwerke Nelskamp GmbH zum 31.12.2019.

⁵¹ Vgl. <https://www.creaton.de/ihr-partner/presse/Zusammenschluss-mit-Terreal-ist-offiziell>, abgerufen am 08.02.2021.

⁵² Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 16.

wie z.B. Blech, Beton, Kunststoff etc., verstärkt.⁵³ Im Vergleich zu keramischen Dachziegeln sind z.B. Metaldächer sehr leicht, hagelsicher, oft günstiger und beständig gegen Feuchtigkeits- und Frostschäden. Das geringere Gewicht und die höhere Bruchsicherheit erleichtern den Einbau von Metaldächer und reduzieren zudem den anfallenden Materialverlust. Auch Betondachsteine und Foliendächer sind in der Regel deutlich günstiger als Dachziegel. Allerdings vollzieht sich die Substitution der Branchenprodukte mit Betondachsteinen, Kunststoffziegeln oder Dachabdeckungen aus anderen Materialien und der technologische Wandel in der Branche eher langsam, insbesondere vor dem Hintergrund, dass Dächer in der Regel nur alle 60 Jahre neu eingedeckt werden müssen.⁵⁴ Damit konkurriert die ERLUS AG auch mit Herstellern anderer Materialien für Dacheindeckungen.

Schornsteinsysteme

Nach Auskunft des Managements der ERLUS AG steht die Gesellschaft im Produktbereich Schornsteinsysteme im intensiven Wettbewerb mit der Schiedel GmbH, Nußbach / Österreich (im Folgenden „Schiedel GmbH“), der Wienerberger GmbH, der Tona Tonwerke Schmitz GmbH, Mechnich (im Folgenden „Tona Tonwerke Schmitz GmbH“), der Angerer Baustoffwerk GmbH, Hallbergmoos (im Folgenden „Angerer Baustoffwerk GmbH“), und der Schornsteinwerk Karl-Heinz Schreyer GmbH, Zeven (im Folgenden „Schornsteinwerk Karl-Heinz Schreyer GmbH“), die Schornsteinsysteme teilweise auch zu einem geringeren Preisniveau als die ERLUS AG anbieten.

Die **Schiedel GmbH** ist spezialisiert auf Kaminsysteme aus Keramik und Edelstahl. Darüber hinaus werden Ofen- und integrierte Lüftungssysteme angeboten. Die Schiedel GmbH ist derzeit in 18 Ländern vertreten und verfügt über eigene Produktionsstandorte für die Keramik- und Stahlproduktion sowie Mantelsteinproduktion. Im Jahr 2019 erwirtschaftete die Schiedel GmbH mit rund 1.400 Mitarbeitern einen Umsatz von knapp 200 Mio. Euro.⁵⁵ Die Schiedel GmbH ist Teil des global tätigen Industriekonzerns Standard Industries, New York / USA, zu dem auch die BMI Group S.à.r.l. gehört.

Die **Tona Tonwerke Schmitz GmbH** produziert und vertreibt europaweit Abgas- und Schornsteinsysteme.⁵⁶

Die **Angerer Baustoffwerk GmbH** fertigt und vertreibt Kaminsysteme in Deutschland.⁵⁷

⁵³ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 18.

⁵⁴ Vgl. IBIS World, Branchenreport Herstellung von keramischen Baumaterialien, September 2020, S. 37 f.

⁵⁵ Vgl. Unternehmenswebseite der Schiedel GmbH, unter <https://www.schiedel.com/at>, abgerufen am 12.04.2021.

⁵⁶ Vgl. Unternehmenswebseite der Tona Tonwerke Schmitz GmbH, unter <https://www.tona.de>, abgerufen am 12.04.2021.

⁵⁷ Vgl. Unternehmenswebseite der Angerer Baustoffwerk GmbH, unter <https://angerer-kamine.de>, abgerufen am 12.04.2021.

Die **Schornsteinwerk Karl-Heinz Schreyer GmbH** produziert und vertreibt Schornsteinsysteme und Abgasanlagen für Kamine, Öfen, Pelletheizungen, Öl- und Gasfeuerstätten mit komplettem Zubehör sowie Schornsteinfertigungsköpfe. Die Produktion erfolgt ausschließlich in Deutschland.⁵⁸

Zusammenfassend stellt das Markt- und Wettbewerbsumfeld der ERLUS AG vor dem Hintergrund der Stagnation beim Neubau von Ein- und Zweifamilienhäusern, dem steigenden Anteil an Flachdächern sowie des intensiven Wettbewerbsumfelds eine Herausforderung dar. Darüber hinaus geht von steigenden Energiekosten ein zunehmender Preis- und Margendruck aus. Dagegen begünstigen zunehmende Sanierungstätigkeiten die Nachfrage nach den Produkten der ERLUS AG, wobei von steigenden Preisen für Baustoffe ein Trend zu preiswerteren Materialien für Dacheindeckungen, wie z.B. Blech, Beton, Kunststoff etc., ausgeht.

⁵⁸ Vgl. Unternehmenswebseite der Schornsteinwerk Karl-Heinz Schreyer GmbH, unter <https://www.schreyer-schornstein.de>, abgerufen am 12.04.2021.

d) Planungsplausibilisierung

Wir haben die Beurteilung der Planungsrechnung auf Basis des vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) veröffentlichten IDW Praxishinweises: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017) vorgenommen.

Entsprechend Tz. 14 des IDW Praxishinweises 2/2017 soll die Plausibilisierung die folgenden Plausibilitätsmaßstäbe abdecken:

- rechnerische und formelle Plausibilität,
- materielle interne Plausibilität der Planung hinsichtlich der Erläuterungen des Managements bezüglich der Ist-Entwicklungen und Unternehmenspotenziale,
- materielle externe Plausibilität der Planung hinsichtlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds.

Vor diesem Hintergrund haben wir zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung der ERLUS AG die Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025 sowie des Übergangsjahres 2026 auf Basis der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse, der aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie des Marktumfeldes analysiert. Hierzu haben wir in einem ersten Schritt die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen untersucht. Anschließend haben wir mit den Planungsverantwortlichen seitens der ERLUS AG sowie der Bewertungsgutachterin vertiefende Plausibilisierungsgespräche geführt. Bei Nachfragen wurden uns von den für die Planung verantwortlichen Personen und der Bewertungsgutachterin bereitwillig zusätzliche Informationen und Dokumente zur Verfügung gestellt sowie mündliche Auskünfte erteilt.

Darüber hinaus haben wir die Planungsrechnung anhand der uns von der ERLUS AG und der Bewertungsgutachterin zur Verfügung gestellten Marktdaten sowie auf Basis eigener Marktrecherchen plausibilisiert.

Geplante Ergebnisse

Die Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der ERLUS AG für die Jahre 2021 bis 2025 – gegenüber den Jahren 2018 bis 2020 – sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

ERLUS AG Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR	CAGR
in TEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2018-2020	2021-2025
Umsatzerlöse	105.042	110.495	132.457	118.070	118.670	119.330	120.020	120.710	12,3%	0,6%
Bestandsveränderungen	(135)	672	(211)	220	10	10	10	20	25,3%	-45,1%
Sonstige betriebliche Erträge	373	383	485	500	500	500	500	500	14,0%	0,0%
Gesamtleistung	105.281	111.551	132.731	118.790	119.180	119.840	120.530	121.230	12,3%	0,5%
Materialaufwand	(44.011)	(49.018)	(51.677)	(49.490)	(50.580)	(50.950)	(51.370)	(51.760)	8,4%	1,1%
Rohrertrag	61.270	62.533	81.054	69.300	68.600	68.890	69.160	69.470	15,0%	0,1%
Personalaufwand	(29.772)	(31.969)	(35.124)	(34.190)	(35.010)	(35.920)	(36.630)	(37.240)	8,6%	2,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(19.658)	(20.464)	(22.425)	(22.065)	(22.280)	(22.330)	(22.370)	(22.410)	6,8%	0,4%
Sonstige Steuern*	(174)	(179)	(176)	(185)	(187)	(190)	(195)	(200)	0,5%	2,0%
EBITDA (bereinigt)	11.666	9.922	23.329	12.860	11.123	10.450	9.965	9.620	41,4%	-7,0%
Abschreibungen	(5.088)	(4.494)	(4.004)	(4.120)	(5.148)	(5.309)	(4.904)	(4.563)	-11,3%	2,6%
EBIT (bereinigt)	6.577	5.428	19.325	8.740	5.975	5.141	5.061	5.057	71,4%	-12,8%
Bereinigungen	7.322	3.065	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT (unbereinigt)	13.899	8.494	19.325	8.740	5.975	5.141	5.061	5.057	17,9%	-12,8%

Umsatzwachstum	n/a	5,2%	19,9%	-10,9%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%		
in % der Umsatzerlöse										
Materialaufwand	41,9%	44,4%	39,0%	41,9%	42,6%	42,7%	42,8%	42,9%		
Personalaufwand	28,3%	28,9%	26,5%	29,0%	29,5%	30,1%	30,5%	30,9%		
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,7%	18,5%	16,9%	18,7%	18,8%	18,7%	18,6%	18,6%		
EBITDA-Marge (bereinigt)	11,1%	9,0%	17,6%	10,9%	9,4%	8,8%	8,3%	8,0%		
EBIT-Marge (bereinigt)	6,3%	4,9%	14,6%	7,4%	5,0%	4,3%	4,2%	4,2%		
EBIT-Marge (unbereinigt)	13,2%	7,7%	14,6%	7,4%	5,0%	4,3%	4,2%	4,2%		

* Die sonstigen (operativen) Steuern wurden von der Bewertungsgutachterin vom Steueraufwand in das EBIT, analog zur Planungsrechnung, auch in den Jahren 2018 bis 2020, umgegliedert.

Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG; Analysen Mazars

Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse gliedern sich in den Jahren 2021 bis 2025 – gegenüber den Jahren 2018 bis 2020 – wie folgt auf:

ERLUS AG Umsatzerlöse	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR	CAGR
in TEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2018-2020	2021-2025
Neubau	31.773	34.113	40.853	36.646	37.096	37.287	36.343	35.385	13,4%	-0,9%
Sanierung	68.892	71.608	85.842	76.954	77.134	77.583	79.197	80.825	11,6%	1,2%
Frachten	3.788	4.047	4.958	4.130	4.140	4.160	4.180	4.200	14,4%	0,4%
Nebenerlöse	589	727	805	340	300	300	300	300	16,9%	-3,1%
Umsatzerlöse	105.042	110.495	132.457	118.070	118.670	119.330	120.020	120.710	12,3%	0,6%
Wachstumsrate										
Umsatzerlöse		5,2%	19,9%	-10,9%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%		
Neubau		7,4%	19,8%	-10,3%	1,2%	0,5%	-2,5%	-2,6%		
Sanierung		3,9%	19,9%	-10,4%	0,2%	0,6%	2,1%	2,1%		
Frachten		6,8%	22,5%	-16,7%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%		
Nebenerlöse		23,4%	10,7%	-57,8%	-11,8%	0,0%	0,0%	0,0%		

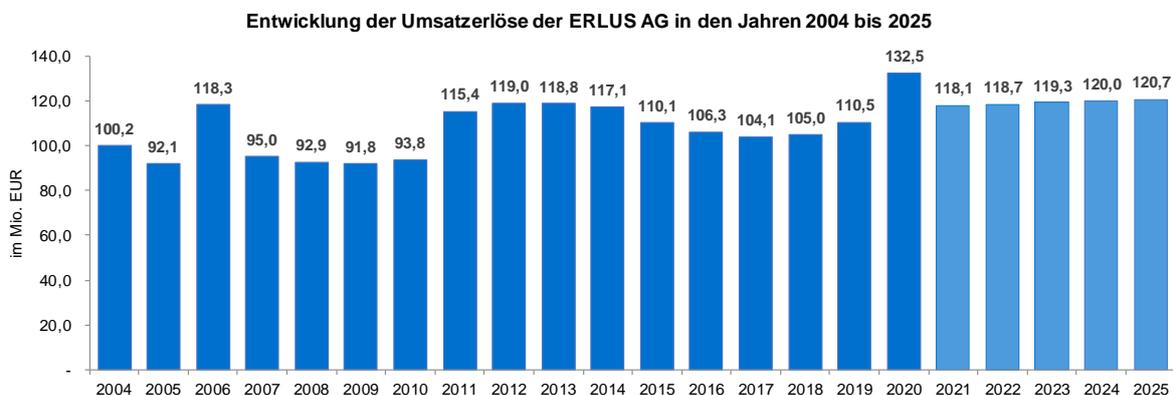
Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG

Die Umsatzerlöse der ERLUS AG aus Neubau- und Sanierungstätigkeiten resultieren im Wesentlichen aus der Eigenproduktion von Dachziegeln und Schornsteinsystemen. Daneben ist darin auch der Vertrieb der Handelswaren enthalten.

Die Umsatzerlöse der ERLUS AG sind ausgehend von 105.042 TEUR im Jahr 2018 auf 132.457 TEUR im Jahr 2020 um durchschnittlich 12,3% p.a. gewachsen. Der Umsatzanstieg

im Jahr 2019 von 5,2% ist im Wesentlichen auf Neubau- sowie Sanierungstätigkeiten mit Dachziegeln zurückzuführen. Bei nahezu konstanten Preisen konnte die Absatzmenge vor allem im Inland gesteigert werden. Der Umsatzanstieg im Jahr 2020 in Höhe von 19,9% gegenüber dem Vorjahr wurde insbesondere durch die wirtschaftlichen Sondereinflüsse der COVID-19-Pandemie verursacht. Vor dem Hintergrund der nationalen Lockdown-Regelung kam es insbesondere im Frühjahr 2020 zu einer stark erhöhten Nachfrage nach den Produkten der ERLUS AG. Ursächlich hierfür war u.a. die Befürchtung der Kunden, dass die Produktion der ERLUS AG infolge der COVID-19-Pandemie stillgelegt werden könnte. Darüber hinaus führte auch der Trend zu einer zunehmenden Stadtfucht und Homeoffice infolge der COVID-19-Pandemie zu einer Erhöhung der Nachfrage nach Produkten der ERLUS AG. Die Verlagerung der Arbeit ins Homeoffice führte zu einem Fokus auf das Eigenheim, so dass verstärkt Sanierungstätigkeiten durchgeführt wurden. Ferner hatte die im 2. Halbjahr 2020 befristete Umsatzsteuersenkung von 19% auf 16% einen positiven Nachhol- und Vorzieheffekt zur Folge. Gleichzeitig profitierte die ERLUS AG von dem zum 1. Januar 2020 gestarteten „Klimapaket 2020“ zur Förderung energetischer Sanierungsmaßnahmen. Vor dem Hintergrund der dargestellten Sondereinflüsse und Nachhol- und Vorzieheffekte verzeichnete die ERLUS AG im Jahr 2020 ein außergewöhnlich hohes Umsatzniveau.

Eine langfristige Analyse der Umsatzerlöse der ERLUS AG über die Jahre 2004 bis 2020 – gegenüber den Planjahren 2021 bis 2025 – zeigt, dass auch in früheren Jahren Umsatzsprünge zu verzeichnen waren, die teilweise durch Nachhol- und Vorzieheffekte verursacht wurden.



Quelle: Geschäftsberichte der ERLUS AG; Managementinformationen der ERLUS AG

Der Umsatzanstieg im Jahr 2006 war auf Vorzieheffekte zurückzuführen, die durch die Erhöhung der Umsatzsteuer von 16% auf 19% im Jahr 2007 verursacht wurden. Ursächlich für das Umsatzwachstum im Jahr 2011 war insbesondere ein Anstieg der Wohnungsbauinvestition aufgrund von Unsicherheiten durch die Finanz- und Wirtschaftskrise. Aus der langfristigen Analyse der Umsatzerlöse wird ersichtlich, dass die Entwicklung der historischen Umsatzerlöse der ERLUS AG aufgrund von Sondereinflüssen in zyklischen Schwankungen verläuft und auch Jahre mit Umsatzrückgängen zu verzeichnen sind.

Der deutliche Rückgang der geplanten Umsatzerlöse im Jahr 2021 von 10,9% gegenüber dem Vorjahr basiert insbesondere auf einer angenommenen Rückkehr der Neubau- und Sanierungstätigkeiten in Deutschland auf ein branchenübliches Niveau nach einem außergewöhnlichen Jahr 2020 infolge der COVID-19-Pandemie. Daher rechnet die Gesellschaft im Jahr 2021 durch die Nachhol- und Vorzieheffekte des Vorjahres mit einer Normalisierung der Nachfrage nach Dachziegeln und Schornsteinsystemen. Diese Entwicklung zeichnet sich auch bereits in den ersten drei Monaten des Jahres 2021 ab. Im Vergleich zum Jahr 2019, das nicht durch Sondereinflüsse geprägt war, ergibt sich rechnerisch ein Umsatzanstieg im Jahr 2021 von 6,9%. Der Großteil der Umsatzerlöse im Jahr 2021 soll weiterhin durch Sanierungstätigkeiten in Süddeutschland erzielt werden.

Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 rechnet die ERLUS AG mit einem Umsatzwachstum von durchschnittlich 0,6% p.a. In diesem Zusammenhang geht die ERLUS AG von konstanten Absatzmengen aus, so dass die geplante Erhöhung des Umsatzes allein auf Preissteigerungen zurückzuführen ist. Das geplante Umsatzwachstum basiert insbesondere auf Umsatzsteigerungen aus Sanierungstätigkeiten von durchschnittlich 1,2% p.a., die den wesentlichen Teil der Umsatzerlöse ausmachen. Dagegen sollen die Umsatzerlöse aus dem Neubau um durchschnittlich 0,9% p.a. zurückgehen. Insgesamt soll sich damit der Anteil der Umsatzerlöse aus Sanierungstätigkeiten von 65,2% im Jahr 2021 auf 67,0% im Jahr 2025 erhöhen, während der Anteil der Umsatzerlöse aus dem Neubau von 31,0% im Jahr 2021 auf 29,3% im Jahr 2025 leicht rückläufig geplant ist.

Die leicht rückläufig geplante Entwicklung der Umsatzerlöse aus dem Neubau von durchschnittlich rd. 0,9% p.a. ist auf einen erwarteten Rückgang der Nachfrage nach Dachdeckungen für Steildächer im Neubau zurückzuführen. Ursächlich hierfür ist im Wesentlichen ein angenommener Rückgang der Baugenehmigungen für Ein- und Zweifamilienhäuser im Planungszeitraum, der u.a. auf die zunehmende Knappheit von Baugrundstücken in Deutschland zurückzuführen ist. Weiterhin ist der Rückgang der Umsatzerlöse durch den zunehmenden architektonischen Trend zur steigenden Beliebtheit von Flachdächern auch in Ein- und Zweifamilienhäusern begründet. Eine gegenläufige Entwicklung geht von einer leichten Steigerung der Umsatzerlöse mit Schornsteinsystemen und Lüftungen aus. In diesen Produktbereichen wird mit leichten Umsatzzuwächsen gerechnet, die die rückläufige Entwicklung im Bereich der Dachziegel im Neubau jedoch nicht kompensieren können.

Der Rückgang der Umsatzerlöse aus dem Neubau soll im Planungszeitraum durch eine geplante Steigerung der Umsatzerlöse aus dem Sanierungsgeschäft um durchschnittlich rd. 1,2% p.a. überkompensiert werden. Die in den Jahren 2022 und 2023 geplanten Wachstumsraten von rd. 0,2% bzw. 0,6% sollen unter dem Niveau der Wachstumsraten der folgenden Jahren 2024 und 2025 von jeweils rd. 2,1% liegen. Das geringere Umsatzwachstum in den ersten beiden Jahren ist insbesondere auf die Vorzieheffekte aus dem Jahr 2020 zurückzuführen, die eine geplante Verlangsamung der Sanierungstätigkeit zur Folge haben. Ab dem Jahr 2024 wird eine Erholung des Sanierungsmarktes für Ein- und Zweifamilienhäuser angenommen, der sich positiv auf den Umsatz mit Dachziegeln auswirkt.

Die geplanten Umsatzerlöse aus Frachten sowie die Nebenerlöse sind im Vergleich zu den beiden vorgenannten Bereichen von untergeordneter Bedeutung. Die Umsatzerlöse aus Frachten resultieren aus Transportkosten der Produkte der ERLUS AG, die an den Kunden weiterbelastet werden. Die Nebenerlöse betreffen im Wesentlichen Mieteinnahmen aus einer Gewerbeimmobilie in der Münchener Innenstadt.

Der im Planungszeitraum angenommene Umsatzrückgang aus dem Neubau in Höhe von durchschnittlich rd. 0,9% p.a. liegt leicht oberhalb des von B+L im September 2020 für das Jahr 2022 prognostizierten Rückgangs der im Rahmen des Neubaus erstellten Steildachflächen von rd. 1,6%. Vergleicht man den angenommenen Umsatzrückgang aus dem Neubau in Höhe von durchschnittlich rd. 0,9% p.a. mit den Analysen von B+L vom September 2020 zur Anzahl der Baugenehmigungen der Wohnungen in Ein- und Zweifamilienhäusern in den Jahren 2021 bis 2023, die einen Rückgang von durchschnittlich rd. 0,4% prognostizieren, so liegt der von der ERLUS AG angenommene Umsatzrückgang aus dem Neubau leicht unterhalb dieser Marktprognose.

Die im Planungszeitraum durchschnittlich angenommene Umsatzsteigerung aus dem Sanierungsgeschäft in Höhe von rd. 1,2% p.a. liegt aufgrund der angenommenen Vorzieheffekte im Jahr 2020, die in den Jahren 2021 und 2022 zu geringeren jährlichen Wachstumsraten führen, leicht unterhalb des von B+L im September 2020 prognostizierten Wachstums der im Rahmen von Sanierungen erstellten Steildachflächen von rd. 2,0% im Jahr 2022 im Vergleich zum Vorjahr. In den Jahren 2023 und 2024 entspricht das Umsatzwachstum im Sanierungsgeschäft der ERLUS AG von jährlich 2,1% dem prognostizierten Marktwachstum.

Vor diesem Hintergrund kann das von der ERLUS AG geplante Wachstum als grundsätzlich plausibel angesehen werden (siehe unsere Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld in Abschnitt C.II.1.6.c)).

Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten im Wesentlichen Erträge aus Energiesteuererstattungen, Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen, Erträge aus Anlagenabgängen, Erträge aus Versicherungsentschädigungen und Erstattungen von Transportschäden.

Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 plant die Gesellschaft ein konstantes nachhaltiges Niveau der sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 500 TEUR, die im Wesentlichen auf Erträge aus Energiesteuererstattungen, Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen, Erträge aus Anlagenabgängen sowie Erträge aus Versicherungsentschädigungen und Erstattungen von Transportschäden entfallen.

Materialaufwand

Der Materialaufwand umfasst Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und bezogene Handelswaren (abzüglich Lieferantenskonti). Die Rohstoffe entfallen jeweils ungefähr zur Hälfte auf Kosten für Lehm und Ton sowie Materialien für die Schornsteinsysteme. Die Hilfs-

und Betriebsstoffe beinhalten insbesondere Gas- und Stromaufwand, Reparaturaufwendungen und Brennhilfsmittel. Der Gasaufwand wurde im Folgenden als gesonderter Posten ausgewiesen. Der Materialaufwand gliedert sich in den Jahren 2021 bis 2025 – gegenüber den Jahren 2018 bis 2020 – wie folgt auf:

ERLUS AG Materialaufwand	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR	CAGR
in TEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2018-2020	2021-2025
Rohstoffe	11.409	11.340	11.154	11.760	11.870	11.920	11.980	12.000	-1,1%	0,5%
Hilfs- und Betriebsstoffe (exkl. Gas)	8.244	11.210	9.419	8.590	9.310	8.900	8.700	8.770	6,9%	0,5%
Gas	5.096	5.002	5.335	5.590	6.150	6.830	7.440	7.590	2,3%	7,9%
Handelswaren (abzgl. Lieferantenskonti)	19.262	21.465	25.769	23.550	23.250	23.300	23.250	23.400	15,7%	-0,2%
Materialaufwand	44.011	49.018	51.677	49.490	50.580	50.950	51.370	51.760	8,4%	1,1%
<i>Quoten in % der Umsatzerlöse</i>										
Rohstoffe	10,9%	10,3%	8,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%		
Hilfs- und Betriebsstoffe (exkl. Gas)	7,8%	10,1%	7,1%	7,3%	7,8%	7,5%	7,2%	7,3%		
Gas	4,9%	4,5%	4,0%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,3%		
Handelswaren (abzgl. Lieferantenskonti)	18,3%	19,4%	19,5%	19,9%	19,6%	19,5%	19,4%	19,4%		
Materialaufwand	41,9%	44,4%	39,0%	41,9%	42,6%	42,7%	42,8%	42,9%		

Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG

Die Materialaufwandsquote ist in der Vergangenheit von 41,9% im Jahr 2018 auf 44,4% im Jahr 2019 gestiegen und anschließend auf 39,0% im Jahr 2020 gesunken.

Ursächlich für die gestiegene Materialaufwandsquote im Jahr 2019 waren insbesondere höhere Reparaturaufwendungen für Tunnelofenwägen sowie höhere Kosten für Handelswaren, welche durch die gleichzeitig gestiegenen Umsatzerlöse nicht kompensiert werden konnten. Der Rückgang der Materialaufwandsquote im Jahr 2020 ist insbesondere auf die durch die COVID-19-Pandemie überproportional gestiegenen Umsatzerlöse zurückzuführen.

Im Planungszeitraum wird ein kontinuierlicher Anstieg der Materialaufwandsquote von 41,9% im Jahr 2021 auf 42,9% im Jahr 2025 angenommen. Ursächlich hierfür ist insbesondere ein im Verhältnis zu den Umsatzerlösen überproportionaler Anstieg der Gasaufwendungen, der im Wesentlichen auf einen steigenden Anteil der entgeltlich zu erwerbenden Emissionszertifikate zurückzuführen ist. Darüber hinaus rechnet die ERLUS AG mit Preissteigerungen bei den CO₂-Emissionszertifikaten.

Bei den Aufwendungen für Hilfs- und Betriebsstoffe (exkl. Gas) wird ein Anstieg der Stromaufwendungen aufgrund erwarteter Preissteigerungen bei Netznutzungsentgelten angenommen. Darüber hinaus plant die ERLUS AG mit einem erhöhten Aufwand für Großreparaturen für den Brennbetrieb sowie die Förder- und Steuerungstechnik, die aufgrund des Alters der Produktionslinien erwartet werden. Kompensierend wirken sich geplante Einsparungen bei den Aufwendungen für Brennhilfsmittel aus, die durch einen gezielten Einkauf größerer Mengen im Rahmen von Kampagnen erzielt werden sollen.

Der Anteil der Aufwendungen für Rohstoffe im Verhältnis zu den Umsatzerlösen wurde mit rd. 10,0% als konstant angenommen. Auch die Kosten für Lehm und Ton sowie die Materialien für die Schornsteinsysteme sollen sich jeweils annahmegemäß proportional zu den Umsatzerlösen entwickeln.

Darüber hinaus plant die ERLUS AG, die Beschaffungspreise von Aluminium-Handelswaren durch Verhandlungen mit bestehenden und neuen Lieferanten zu verringern, um dem in der Vergangenheit beobachtbaren Trend zu steigenden Einkaufspreisen für Aluminiumteile entgegenzuwirken. Dies führt im Planungszeitraum zu einem leicht sinkenden Anteil der Aufwendungen für Handelswaren im Verhältnis zu den Umsatzerlösen.

Personalaufwand

Der Personalaufwand soll sich in den Jahren 2021 bis 2025 – gegenüber den Jahren 2018 bis 2020 – wie folgt entwickeln:

ERLUS AG Personalaufwand in TEUR	Ist 2018	Ist 2019	Ist 2020	Plan 2021	Plan 2022	Plan 2023	Plan 2024	Plan 2025	CAGR 2018-2020	CAGR 2021-2025
Löhne	12.789	13.514	14.843	14.230	14.570	14.920	15.290	15.520	7,7%	2,2%
Gehälter	11.933	12.752	14.166	13.510	13.890	14.280	14.490	14.630	9,0%	2,0%
Soziale Abgaben	4.860	5.349	6.116	6.450	6.550	6.720	6.850	7.090	12,2%	2,4%
Altersversorgung und Unterstützung	190	354	-	-	-	-	-	-	-	-
Personalaufwand	29.772	31.969	35.124	34.190	35.010	35.920	36.630	37.240	8,6%	2,2%
Personalaufwandsquote	28,3%	28,9%	26,5%	29,0%	29,5%	30,1%	30,5%	30,9%		
FTE	517	537	543	555	553	552	550	545		

Quelle: Managementinformationen der ERLUS AG

Der Personalaufwand hat sich in der Vergangenheit von 29.772 TEUR im Jahr 2018 auf 35.124 TEUR im Jahr 2020 erhöht. Die Personalaufwandsquote ist von 28,3% im Jahr 2018 auf 28,9% im Jahr 2019 aufgrund eines Aufbaus des Mitarbeiterstamms sowie der durchgeführten Lohn- und Gehaltserhöhungen angestiegen. Der Anstieg des Personalaufwands im Jahr 2020 ist im Wesentlichen auf Leiharbeit und Nachtschichten infolge der gestiegenen Nachfrage nach den Produkten der ERLUS AG zurückzuführen. Die Personalaufwandsquote ist im Jahr 2020 auf 26,5% trotz einer Erhöhung der Anzahl der FTE zurückgegangen. Ursächlich hierfür sind deutlich höhere Umsatzerlöse infolge der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie.

Für das Jahr 2021 plant die Gesellschaft einen Anstieg der Personalaufwandsquote auf 29,0%, der durch einen geplanten Personalaufbau in den Bereichen Vertrieb und Fertigung aufgrund der geplanten Übernahme von Leiharbeitern aus dem Jahr 2020 und tariflichen Lohn- und Gehaltserhöhungen bei gleichzeitig niedrigeren Umsatzerlösen verursacht ist. Die geplanten Lohn- und Gehaltssteigerungen basieren auf den erwarteten Tariferhöhungen in der Bayerischen Ziegelindustrie. Darüber hinaus steht die ERLUS AG bei der Rekrutierung von Personal im Wettbewerb mit anderen Unternehmen, z.B. aus der Automobilindustrie, im Großraum München und Niederbayern, so dass mit höheren Einstiegsgehältern für neue Mitarbeiter gerechnet wird.

Im Planungszeitraum wird ein Anstieg des Personalaufwands um durchschnittlich 2,2% p.a. angenommen, der mit einem sukzessiven Anstieg der Personalaufwandsquote von 29,0% im Jahr 2021 auf 30,9% im Jahr 2025 einhergeht. Die geplante Entwicklung ist insbesondere auf die jährlichen tariflichen Lohn- und Gehaltssteigerungen von durchschnittlich 2,3% bis 2,8% zurückzuführen. Gleichzeitig soll die Anzahl der FTE von 555 im Jahr 2021 auf 545 im Jahr 2025 verringert werden. Die Einsparungen betreffen insbesondere den Bereich der Fertigung,

wobei der wesentliche Teil des Personalabbaus im Jahr 2025 insbesondere durch Effizienzsteigerungen, u.a. auch durch die Einrichtung des geplanten Logistikkonzepts, erfolgen soll. Insgesamt werden die Personaleinsparungen die tariflichen Lohn- und Gehaltssteigerungen jedoch nicht kompensieren, so dass mit einem Anstieg des Personalaufwands gerechnet wird.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen setzen sich im Wesentlichen aus Kosten für Instandhaltungen, Kosten für Frachten und Verpackungsmaterial, Werbekosten, sowie Verwaltungskosten zusammen.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich in der Vergangenheit von 19.658 TEUR im Jahr 2018 auf 22.425 TEUR im Jahr 2020 erhöht. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist dagegen von 18,7% im Jahr 2018 auf 16,9% im Jahr 2020 im Wesentlichen aufgrund des höheren Umsatzniveaus kontinuierlich zurückgegangen. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 4,1% im Jahr 2019 im Vergleich zum Vorjahr ist überwiegend auf höhere Vertriebskosten, wie z.B. Kosten für Frachten und erweiterte Vorsorgen für Garantiefälle, sowie gestiegene Kosten für Instandhaltung zurückzuführen. Im Jahr 2020 haben ebenfalls höhere Vertriebskosten, wie z.B. Kosten für Frachten und erweiterte Vorsorgen für Garantiefälle sowie höhere Verwaltungskosten, wie z.B. Kosten des Zahlungsverkehrs, zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 9,5% geführt. Gegenläufig haben sich geringere Instandhaltungsaufwendungen ausgewirkt. Aufgrund des außergewöhnlich hohen Umsatzniveaus durch die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie ist die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2020 auf 16,9% gesunken.

Für das Jahr 2021 rechnet die ERLUS AG mit einem leichten Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Ursächlich hierfür sollen im Wesentlichen geringere Kosten für Frachten aufgrund der erwarteten Normalisierung der Geschäftstätigkeit der ERLUS AG nach den außergewöhnlich hohen Umsatzerlöse im Jahr 2020 sein. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wird aufgrund des geringeren Umsatzniveaus voraussichtlich von 16,9% im Jahr 2020 auf 18,7% im Jahr 2021 ansteigen und liegt damit ungefähr auf dem Niveau der Jahre 2018 und 2019.

Im weiteren Verlauf der Planung wird eine Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zwischen 18,6% und 18,8% angenommen. Die geplante Entwicklung ist auf einen im Vergleich zu den Umsatzerlösen überproportionalen Anstieg von Instandhaltungen, Werbekosten, Personalnebenkosten sowie Kosten für Versicherungen zurückzuführen. Gegenläufige Entwicklungen sollen aus geplanten Einsparungen von Rechts- und Beratungskosten sowie Fremdlager- und Entsorgungskosten resultieren.

Sonstige Steuern

Die sonstigen (operativen) Steuern beinhalten im Wesentlichen Energie-, Strom- und Kfz-Steuern und wurden im Zuge der erwarteten Preissteigerung für Strom- und Gas leicht steigend geplant.

EBITDA

Insgesamt leitet sich auf Basis der Planannahmen ein kontinuierlicher Rückgang des EBITDA von 12.860 TEUR im Jahr 2021 auf 9.620 TEUR im Jahr 2025 ab, so dass das EBITDA im Jahr 2025 voraussichtlich unterhalb des Niveaus der Jahre 2018 bis 2020 liegt.

Die bereinigte EBITDA-Marge hat sich in der Vergangenheit von 11,1% im Jahr 2018 auf 9,0% im Jahr 2019 verschlechtert und ist anschließend im Jahr 2020 auf 17,6% im Jahr 2020 gestiegen. Ursächlich für den Rückgang im Jahr 2019 war insbesondere eine gestiegene Materialaufwandsquote durch höhere Reparaturaufwendungen für die Instandhaltung der Tunnelofenwägen sowie höhere Kosten für Handelswaren im Verhältnis zu den Umsatzerlösen. Der Anstieg der EBITDA-Marge im Jahr 2020 ist durch die außergewöhnlich hohen Umsatzerlöse durch die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie begründet.

Im Planungszeitraum wird ein sukzessiver Rückgang der EBITDA-Marge von 10,9% im Jahr 2021 auf 8,0% im Jahr 2025 angenommen. Ursächlich für den Rückgang ist im Wesentlichen eine unterproportionale Steigerung der Umsatzerlöse im Vergleich zum erwarteten Anstieg des Material- und Personalaufwands. Während die geplante Entwicklung des Materialaufwands insbesondere auf höhere Aufwendungen für Großreparaturen und steigende Energiekosten zurückzuführen ist, ist der höhere Personalaufwand vor allem durch die tariflichen Lohn- und Gehaltssteigerungen verursacht.

Abschreibungen und Investitionen

Die geplanten Abschreibungen der ERLUS AG beinhalten Abschreibungen auf das bestehende immaterielle und materielle Anlagevermögen zum 31. Dezember 2020 sowie auf geplante Neuinvestitionen im Planungszeitraum.

Die Abschreibungen haben sich durch einen niedrigeren Investitionsniveau ausgehend von 5.088 TEUR im Jahr 2018 auf 4.004 TEUR im Jahr 2020 verringert. Die Investitionen in den Jahren 2019 und 2020 erfolgten insbesondere in Ersatzbeschaffungen, Teilautomatisierungen in der Produktion, Erneuerung des Fuhrparks der Gesellschaft sowie in den Erwerb von Grundstücken für die Rohstoffversorgung.

Im Planungszeitraum liegen die geplanten Abschreibungen zwischen 4.120 TEUR und 5.309 TEUR und entfallen insbesondere auf Sachanlagen.

Die Investitionen liegen in den Jahren 2021 und 2022 mit 17.862 TEUR und 11.827 TEUR deutlich oberhalb der Abschreibungen. Ursächlich hierfür sind neben geplanten Investitionen in Rohstoffgrundstücke im Wesentlichen geplante Investitionen in ein neues Logistikkonzept. Die Investitionen in das Logistikkonzept liegen in den Jahren 2021 und 2022 voraussichtlich bei insgesamt rd. 12.000 TEUR und betreffen eine Lagerhalle und eine automatisierte Lagertechnik. Mit dem Logistikkonzept soll eine verbesserte Kommissionierung der Produkte erreicht werden. Während bislang die Produkte ausschließlich manuell durch qualifiziertes Logistikpersonal für die einzelnen Kunden zusammengestellt wurden, soll die Automatisierung eine flexiblere und schnellere Bereitstellung der Produkte in Stoßzeiten im Sommer auch durch

Personal anderer Abteilungen ermöglichen. Das neue Logistikkonzept soll damit zu einer höheren Kundenzufriedenheit beitragen und die geplanten Umsatzerlöse sicherstellen. Im weiteren Planungsverlauf liegen die geplanten Investitionen zwischen 3.000 TEUR und 5.339 TEUR und betreffen im Wesentlichen technische Anlagen und Maschinen, Betriebs- und Geschäftsausstattung und Grundstücke mit Rohstoffvorkommen.

EBIT

Das bereinigte EBIT hat sich ausgehend von 6.577 TEUR im Jahr 2018 auf 5.428 TEUR im Jahr 2019 verringert und anschließend auf 19.325 TEUR im Jahr 2020 erhöht. Im Planungszeitraum 2021 bis 2025 wird ein sukzessiver Rückgang des EBIT von 8.740 TEUR im Jahr 2021 auf 5.057 TEUR im Jahr 2025 geplant. Auch für die EBIT-Marge wird in der Planung ein Rückgang von 7,4% im Jahr 2021 auf 4,2% im Jahr 2025 angenommen.

Insgesamt leiten sich auf Basis der Planannahmen ein EBIT und eine EBIT-Marge der ERLUS AG ab, die aufgrund der leicht rückläufig erwarteten Umsatzerlöse aus dem Neubau und den geplanten Kostensteigerungen im Material- und Personalbereich ab dem Jahr 2023 unterhalb des Niveaus der Vergangenheit liegen.

Würdigung der Detailplanung

Die angenommene Steigerung der Umsatzerlöse entspricht den Markterwartungen. Das geplante Umsatzwachstum basiert auf der Annahme, dass die erwarteten Umsatzerlöse aus den Sanierungstätigkeiten den erwarteten Rückgang der Umsatzerlöse aus dem Neubau kompensieren. Vor dem Hintergrund der zyklischen Umsatzentwicklung in der Vergangenheit, des Preisdrucks, der von dem intensiven Wettbewerbsumfeld ausgeht, dem steigenden Anteil an Flachdächern und dem Trend zu preiswerteren Materialien für Dacheindeckungen, wie z.B. Blech, Beton, Kunststoff etc., ist das geplante Umsatzwachstum der ERLUS AG als plausibel anzusehen. Gleichzeitig rechnet die Gesellschaft mit einem im Vergleich zu den Umsatzerlösen überproportionalen Anstieg des Material- und Personalaufwands. Angesichts der erwarteten Steigerung der Energiekosten für energieintensive Betriebe zur Erreichung der Klimaneutralität, der Abhängigkeit der ERLUS AG von Energieträgern zur Herstellung qualitativ hochwertiger Produkte und der Einbindung der ERLUS AG in den Tarifvertrag erachten wir den geplanten Rückgang des Ergebnisses als plausibel.

Geplante Ergebnisse für Bewertungszwecke

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis der originären Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der ERLUS AG Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen für Bewertungszwecke erstellt, die die Grundlage für die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse darstellen. In diesem Zusammenhang hat die Bewertungsgutachterin Anpassungen der Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025 vorgenommen und die Planungsrechnungen um ein Übergangsjahr 2026 ergänzt. Das Übergangsjahr 2026 stellt die Basis für die Ableitung der ewigen Rente für die Jahre 2027 ff. dar.

Die Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der ERLUS AG für Bewertungszwecke für die Jahre 2021 bis 2025, das Übergangsjahr 2026 und die ewige Rente für die Jahre 2027 ff. – gegenüber dem letzten Ist-Jahr 2020 – sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

ERLUS AG Gewinn- und Verlustrechnung für Bewertungszwecke	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Übergangsjahr	Ewige
in TEUR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Rente
Umsatzerlöse	132.457	117.770	118.370	119.030	119.720	120.410	107.095	107.630
Bestandsveränderungen	(211)	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige betriebliche Erträge	485	500	500	500	500	500	445	447
Gesamtleistung	132.731	118.270	118.870	119.530	120.220	120.910	107.540	108.077
Materialaufwand	(51.677)	(49.490)	(50.580)	(50.950)	(51.370)	(51.760)	(42.071)	(42.281)
Rohertrag	81.054	68.780	68.290	68.580	68.850	69.150	65.469	65.796
Personalaufwand	(35.124)	(34.190)	(35.010)	(35.920)	(36.630)	(37.240)	(32.021)	(32.181)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(22.425)	(22.065)	(22.280)	(22.330)	(22.370)	(22.410)	(19.932)	(20.032)
Sonstige Steuern	(176)	(185)	(187)	(190)	(195)	(200)	(178)	(179)
EBITDA (bereinigt)	23.329	12.340	10.813	10.140	9.655	9.300	13.338	13.404
Abschreibungen	(4.004)	(3.924)	(4.952)	(5.113)	(4.708)	(4.367)	(7.753)	(7.791)
EBIT (bereinigt)	19.325	8.416	5.861	5.027	4.947	4.933	5.585	5.613
Bereinigungen	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT (unbereinigt)	19.325	8.416	5.861	5.027	4.947	4.933	5.585	5.613
Umsatzwachstum	19,9%	-11,1%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	-11,1%	0,5%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>								
Materialaufwand	39,0%	42,0%	42,7%	42,8%	42,9%	43,0%	39,3%	39,3%
Personalaufwand	26,5%	29,0%	29,6%	30,2%	30,6%	30,9%	29,9%	29,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,9%	18,7%	18,8%	18,8%	18,7%	18,6%	18,6%	18,6%
EBITDA-Marge (bereinigt)	17,6%	10,5%	9,1%	8,5%	8,1%	7,7%	12,5%	12,5%
EBIT-Marge (bereinigt)	14,6%	7,1%	5,0%	4,2%	4,1%	4,1%	5,2%	5,2%
EBIT-Marge (unbereinigt)	14,6%	7,1%	5,0%	4,2%	4,1%	4,1%	5,2%	5,2%

Anpassung der originären Planungsrechnung durch die Bewertungsgutachterin

Die Anpassungen der originären Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen der ERLUS AG für die Jahre 2021 bis 2025 durch die Bewertungsgutachterin sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

ERLUS AG Anpassung der Planungsrechnung durch die Bewertungsgutachterin	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
in TEUR	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT vor Anpassung der Planungsrechnung	8.740	5.975	5.141	5.061	5.057
Umsatzerlöse	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Bestandsveränderungen	(220)	(10)	(10)	(10)	(20)
Abschreibungen	196	196	196	196	196
EBIT nach Anpassung der Planungsrechnung	8.416	5.861	5.027	4.947	4.933

In der Planungsrechnung der ERLUS AG für die Jahre 2021 bis 2025 sind geplante Nettomiet-erträge in Höhe von 300 TEUR und Abschreibungen in Höhe von 196 TEUR für die Gewerbeimmobilie in der Münchener Innenstadt enthalten.

Die Bewertungsgutachterin hat die Planungsrechnung um die mit dieser Gewerbeimmobilie in Zusammenhang stehenden Nettomiet-erträge und Abschreibungen bereinigt, da die Gewerbeimmobilie als gesondert bewerteter Vermögenswert angesetzt wird. Hierzu verweisen auf den Abschnitt C.II.1.9.

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin fortgeschriebene Bestandsveränderungen eliminiert, um eine konsistente Entwicklung des Vorratsvermögens im Rahmen der integrierten Planungsrechnung sicherzustellen.

Ergänzung der Planungsrechnung um das Übergangsjahr 2026

Vor dem Hintergrund der regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Emissionsneutralität bis zum Jahr 2050 und den mittel- bis langfristig erforderlichen Investitionen in neue Brenntechnologien bildet das letzte Planjahr 2025 keinen eingeschwungenen Zustand ab, der eine geeignete Ausgangsbasis zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses darstellt. Daher hat die Bewertungsgutachterin die Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2025 um ein Übergangsjahr 2026 ergänzt, um die erwarteten annualisierten Auswirkungen des bevorstehenden Umbruchs in der Ziegelindustrie abzubilden.

Bei der Ableitung des Übergangsjahrs hat die Bewertungsgutachterin folgende Aspekte berücksichtigt:

- Rückgang des Kamingeschäfts aufgrund der EU-weiten regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Klimaneutralität,
- Langfristig geringere Personalaufwandsquote durch eine erwartete Entspannung des regionalen Arbeitsmarktes,
- Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie,
- Höhe der nachhaltigen Erhaltungsinvestitionen.

Der **Rückgang des Kamingeschäfts** spiegelt sich in einem Rückgang der Umsatzerlöse im Jahr 2026 um rd. 11,1% gegenüber dem Jahr 2025 wider. Die Bewertungsgutachterin hat die gesamten Umsatzerlöse des Jahres 2024 mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5% zunächst fortgeschrieben und einen Rückgang der Umsätze im Kamingeschäft um rd. 30% bis zum Jahr 2030 und einen weiteren Rückgang auf Null bis zum Jahr 2050 angenommen. Darüber wurde angenommen, dass das Kamingeschäft ab einem Umsatz von weniger als 5,0 Mio. EUR aufgrund mangelnder Profitabilität vollständig eingestellt wird. Der sich aus der Fortschreibung der Umsätze im Kamingeschäft ergebende Umsatzrückgang wurde als Annuität bei den Umsatzerlösen des Jahres 2026 in Abzug gebracht.

Analog zur Fortschreibung der Umsatzerlöse aus dem Kamingeschäft wurde auch der Beteiligungsertrag aus der Ahrens GesmbH angepasst. In diesem Zusammenhang hat die Bewertungsgutachterin jedoch angenommen, dass ein Rückgang der Beteiligungserträge bis zum Jahr 2050 lediglich um insgesamt 65% erfolgt. Ursächlich für die abweichende Annahme ist, dass die Ahrens GesmbH weniger stark vom rückläufigen Kamingeschäft betroffen ist, da die Fokussierung der Geschäftstätigkeit der Ahrens GesmbH auf der Sanierung von bestehenden Schornsteinsystemen liegt.

Im Jahr 2026 wurde von der Bewertungsgutachterin eine um 1,0% **geringere Personalaufwandsquote** gegenüber dem Jahr 2025 angesetzt, die auf einer erwarteten Entspannung des regionalen Arbeitsmarktes basiert. Darüber hinaus ist die geringere Personalaufwandsquote auf Effizienzsteigerungen zurückzuführen, die u.a. aus den Investitionen in das neue Logistikkonzept resultieren. Es wird erwartet, dass neben einzelnen Kosteneinsparungen, die bereits

in der Detailplanung berücksichtigt wurden, weitere positive Effekte aus der Optimierung des Warenflusses resultieren, die voraussichtlich zu einer geringeren Personalaufwandsquote führen.

Eine weitere Margenverbesserung in Höhe von 3,7% wird aus den Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie angenommen. Die EBITDA-Marge soll auf Basis der dargestellten Anpassungen von 7,7% im Jahr 2025 auf 12,5% im Jahr 2026 ansteigen.

Im Rahmen der Ableitung der Investitionen des Jahres 2026 hat die Bewertungsgutachterin die zusätzlichen **Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie** berücksichtigt. Die Notwendigkeit der Investitionen in eine neue Produktionstechnologie ergibt sich insbesondere aus der Unsicherheit hinsichtlich der Nutzung fossiler Brennstoffe als Energieträger. In diesem Zusammenhang führen der zunehmende Bedarf an Emissionszertifikaten und zukünftig steigende Gaspreise zu einer kontinuierlichen Margenverschlechterung, die langfristig die Wettbewerbsfähigkeit der ERLUS AG beeinträchtigt.

Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin auf Basis der für die Ziegelbranche geschätzten erforderlichen Gesamtinvestitionen in den Klimaschutz die Höhe der auf die ERLUS AG entfallenden Investitionen abgeleitet. Auf der Grundlage der bei der ERLUS AG vorhandenen Tunnelöfen wurde eine durchschnittliche Investitionshöhe pro Produktionslinie von jeweils 25 Mio. EUR ermittelt, die im Rhythmus von drei Jahren erfolgen soll. Der Barwert der Investitionen wurde daraufhin in eine Annuität überführt und im Jahr 2026 berücksichtigt.

Hinsichtlich der Rentabilität der Investitionen in die neue Technologie wurde eine Kapitalwertneutralität angenommen, so dass die nachhaltige EBITDA-Marge um 3,7% erhöht wurde. Auf diese Weise wurde sichergestellt, dass die neue Technologie ihre Kapitalkosten verdient und sich die Investitionen in die neue Technologie weder werterhöhend noch wertmindernd auswirken. Die Kapitalwertneutralität der Investition basiert auf der Annahme, dass die neue Technologie ausschließlich aufgrund regulatorischer Vorgaben einzuführen ist und nicht mit dem unternehmerischen Ziel einer Rentabilitätssteigerung durchgeführt wird.

Neben den zusätzlichen Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie wurden von der Bewertungsgutachterin **nachhaltige Erhaltungsinvestitionen** in Höhe von 4.000 TEUR angesetzt. Die nachhaltigen Erhaltungsinvestitionen setzen sich aus Investitionen in technische Anlagen und Maschinen in Höhe von rd. 1.750 TEUR, Betriebs- und Geschäftsausstattung in Höhe von rd. 1.300 TEUR und Grundstücke und Bauten in Höhe von 950 TEUR zusammen.

Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ab dem Jahr 2027 erfolgte unter der Annahme, dass das Übergangsjahr 2026 einen Gleichgewichtszustand darstellt. Wesentliche zukünftige Veränderungen, die weitere Anpassungen des Übergangsjahres erforderlich machen, sind aus unserer Sicht nicht erkennbar, so dass das Übergangsjahr 2026 eine geeignete Ausgangsbasis zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses darstellt.

Die Bewertungsgutachterin hat das EBIT der ERLUS AG ausgehend vom Übergangsjahr 2026 in Höhe der Wachstumsrate von 0,5% fortgeschrieben.

Für die ERLUS AG wird ein nachhaltiges EBIT in Höhe von 5.613 TEUR und eine nachhaltige EBIT-Marge von 5,2% erwartet.

Die nachhaltige EBIT-Marge liegt unterhalb beobachtbarer EBIT-Margen der börsennotierten Vergleichsunternehmen. Ursächlich hierfür ist die im Vergleich zu den börsennotierten Vergleichsunternehmen geringere Größe sowie der geringere Marktanteil der ERLUS AG. Darüber hinaus ist die ERLUS AG auf die Herstellung von keramischen Dachziegeln spezialisiert, womit ein hoher Energieverbrauch verbunden ist. Ferner handelt es sich bei den börsennotierten Vergleichsunternehmen größtenteils um Baustoffkonzerne, die über ein breiteres Produktportfolio verfügen und Skaleneffekte nutzen sowie nicht ausschließlich in der DACH-Region tätig sind, sondern sich auch auf internationale Wachstumsmärkte fokussieren.

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgte nach unserer Auffassung sachgerecht.

Würdigung der Planungsrechnung

Wir haben die uns vorgelegte Planung der Umsätze und des EBIT der ERLUS AG sowie die Prognose des Übergangsjahres 2026 und des nachhaltigen Ergebnisses durch die Bewertungsgutachterin inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

Nach unseren Analysen sind in der zugrunde liegenden Unternehmensplanung des ERLUS AG die künftig zu erwartenden wesentlichen Erfolgsbeiträge abgebildet.

Vor dem Hintergrund der regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Emissionsneutralität bis zum Jahr 2050 kann langfristig von einem Rückgang der Neubautätigkeiten im Kamingeschäft ausgegangen werden. In den Marktprognosen zeichnet sich bereits in den Jahren 2021 bis 2022 durch die Verdrängung von Schornsteinsystemen mit Kunststoffinnenrohr ein rückläufiger Anteil von Schornsteinsystemen mit Keramikinnenrohr ab. Auch der zunehmende Trend von Ein- und Zweifamilienhäusern hin zu größeren Wohnanlagen führt voraussichtlich zu einer geringeren Nachfrage nach Feuerstätten und zu einer geringeren Nachfrage nach Schornsteinsystemen.

Die Kernkompetenz der ERLUS AG besteht im keramischen Know-How zur Herstellung qualitativ hochwertiger Tondachziegel. In diesem Zusammenhang besteht eine hohe Abhängigkeit von Energieträgern. Angesichts der erwarteten Steigerung der Energiekosten durch den zunehmenden Bedarf an Emissionszertifikaten und die höheren Preise für Emissionszertifikate sowie der Unsicherheit hinsichtlich der Nutzung fossiler Brennstoffe als Energieträger sind mittel- bis langfristig Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit sicherzustellen.

Vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit beobachtbaren zyklischen Geschäftsentwicklung und der geplanten Ergebnisse mit einer Steigerung der Energiekosten, den regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Emissionsneutralität und des Preisdrucks, der von dem

intensiven Wettbewerbsumfeld ausgeht, erachten wir die Planungsrechnung und die Höhe des nachhaltigen EBIT nach unserer Auffassung als plausibel, wobei die langfristig notwendigen Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie mit einer hohen Unsicherheit verbunden sind. Sowohl die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Marktanalysen als auch unsere eigenen bestätigen diese Entwicklung.

Auf Basis der geführten Gespräche, der zur Unterlegung von Annahmen erhaltenen Unterlagen sowie unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheinen uns die vorliegende und der Bewertung zugrunde liegende Unternehmensplanung sowie das nachhaltig angesetzte Ergebnis als ambitioniert, aber plausibel.

Die Planung beruht insgesamt auf nachvollziehbaren Prämissen sowie einem methodisch geeigneten Planungsprozess und spiegelt die zukünftige Ertragskraft der ERLUS AG plausibel und sachgerecht wider.

e) Zinsergebnis

Das Zinsergebnis der ERLUS AG ist von der Bewertungsgutachterin ausgehend vom Nettofinanzstatus zum 31. Dezember 2020 und den geplanten Beständen in der Detailplanungsphase ermittelt worden. Die ERLUS AG hat die im Nettofinanzstatus enthaltenen Bilanzposten einzeln geplant und auf Basis von Plan-Bilanzen und Plan-Cash-Flow-Rechnungen abgeleitet, um liquiditätswirksame Auswirkungen der Plan-Bilanzen sowie der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen zu berücksichtigen.

Das geplante Zinsergebnis wird im Wesentlichen durch den Zinsaufwand für Pensionsrückstellungen und sonstige langfristige Rückstellungen bestimmt.

Zum 31. Dezember 2020 wird von einem Nettofinanzstatus in Höhe von 21.625 TEUR ausgegangen. Dieser Nettofinanzstatus ermittelt sich durch den Abzug der Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 18.892 TEUR sowie der von der Bewertungsgutachterin identifizierten freien Liquidität in Höhe von 29.500 TEUR von den flüssigen Mitteln in Höhe von 70.017 TEUR. Die freie Liquidität in Höhe von 29.500 TEUR wurden von der Bewertungsgutachterin als gesondert bewerteter Vermögenswert angesetzt (siehe Abschnitt C.II.1.9).

Das Zinsergebnis basiert auf dem durchschnittlichen Finanzmittelbestand einer jeweiligen Periode und eines durchschnittlichen gewichteten marktüblichen Zinssatzes. Die Ermittlung dieses Zinssatzes hat die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung der Bonität der Peer Group Unternehmen sowie der laufzeitspezifischen Basiszinssätze je nach Restlaufzeiten der Pensionsrückstellungen und der sonstigen langfristigen Rückstellungen vorgenommen. Als Fremdkapitalsatz wurden von der Bewertungsgutachterin ein gewichteter Zins in Höhe von insgesamt rd. 0,7% angesetzt. Vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfelds wurden keine Zinserträge auf Bankguthaben geplant.

Wir konnten die Ableitung des Zinsergebnisses inhaltlich nachvollziehen und halten diese mit Blick auf unsere Analysen und Gespräche mit dem Vorstand der ERLUS AG sowie der Bewertungsgutachterin methodisch für sachgerecht und plausibel.

f) Beteiligungsergebnis

Die Bewertungsgutachterin hat die von der ERLUS AG geplanten Beteiligungserträge aus der Beteiligung an der Ahrens GesmbH in Höhe von 250 TEUR für die Planjahre 2021 bis 2025 angesetzt. In den Jahren 2018 bis 2019 lagen die Beteiligungserträge zwischen 230 TEUR und 420 TEUR. Bei einer Beteiligungsquote von 30% entsprechen die geplanten Beteiligungserträge dem erwarteten durchschnittlichen Jahresüberschuss der Ahrens GesmbH in Höhe von rd. 830 TEUR.

g) Unternehmensteuern

Bei der Wertermittlung wurden die Überschüsse um die auf Unternehmensebene anfallenden definitiven Steuerbelastungen gekürzt. Dabei wurden für die in Deutschland anfallenden Unternehmensteuern grundsätzlich die Gewerbesteuer und die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag sachgerecht berücksichtigt.

Die steuerliche Bemessungsgrundlage wurde, ausgehend vom Jahresergebnis vor Steuern (EBT), um 95% der Beteiligungserträge der Ahrens GesmbH gekürzt. Hiermit wurden aufgrund des Schachtelprivilegs 5% der im Ausland geplanten Ergebnisse als nicht abziehbare Betriebsausgaben behandelt und gemäß § 8b Abs. 5 KStG mit Gewerbe- und Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet.

Der Unternehmenssteuersatz in Höhe von 27,375% setzt sich aus einem Gewerbesteuersatz von rd. 11,55% unter Berücksichtigung des Hebesatzes von 330% für die Gemeinden Neufahrn und Ergoldsbach sowie einem Körperschaftsteuersatz von 15% zzgl. Solidaritätszuschlag zusammen.

Die effektive Steuerquote – ermittelt als Steueraufwand im Verhältnis zum Ergebnis vor Steuern nach HGB – liegt in der Detailplanungsphase und im Übergangsjahr sowie in der ewigen Rente insgesamt zwischen rd. 26,1% und 26,8%.

Das von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehen bei der Berücksichtigung der Unternehmensteuer ist insgesamt nachvollziehbar und führt zu plausiblen Ergebnissen.

h) Erwartete Nettoausschüttungen

Für die Detailplanungsphase 2021 bis 2025 wurde von der ERLUS AG keine explizite Ausschüttungsplanung vorgenommen. Daher hat die Bewertungsgutachterin für die Detailplanungsphase 2021 bis 2025 eine Ausschüttung in Höhe von 1,00 EUR je Aktie angesetzt, welche auf den historischen Ausschüttungen der Gesellschaft basiert.

Für das Übergangsjahr 2026 sowie die ewige Rente wurde von der Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote in Höhe von 40% angesetzt. Diese orientiert sich an der Ausschüttungsquote börsennotierter Unternehmen.

Für die Wertbeiträge aus Ausschüttung hat die Bewertungsgutachterin die persönlichen Steuern zutreffend unter Berücksichtigung der Abgeltungsteuer berechnet. Für die Abgeltungsteuer wurde ein Steuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt (insgesamt 26,375%).

Die als Wertbeiträge aus Thesaurierungen zugerechneten Beträge wurden mit einer effektiven Abgeltungsteuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer in Höhe von 12,5% (hälftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde (insgesamt 13,188%).

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen. Entsprechend den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. In Übereinstimmung mit dem seit dem Jahr 2009 geltenden Abgeltungsteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses wurde von der Bewertungsgutachterin sachgerecht durch die Berücksichtigung einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag Rechnung getragen.

Die beschriebene Vorgehensweise und die konkreten Modifikationen zur Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse erachten wir als sachgerecht. Von der rechnerischen Richtigkeit haben wir uns überzeugt.

i) Zu kapitalisierende Ergebnisse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse unter Berücksichtigung der Berechnung der Ertragsteuern auf die Ausschüttung sowie der unmittelbaren Zurechnung der thesaurierten Mittel beim Anteilseigner haben wir rechnerisch nachvollzogen. Es ergeben sich folgende zu kapitalisierende Ergebnisse:

ERLUS AG Zu kapitalisierende Ergebnisse in TEUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Ewige Rente
EBIT	8.416	5.861	5.027	4.947	4.933	5.585	5.613
Zinsergebnis	(122)	(122)	(124)	(125)	(127)	(127)	(128)
Beteiligungsergebnis	250	250	250	250	250	123	124
Ergebnis vor Unternehmensteuern	8.544	5.989	5.153	5.072	5.057	5.581	5.609
Unternehmensteuern	(2.274)	(1.574)	(1.346)	(1.323)	(1.319)	(1.496)	(1.503)
Ergebnis nach Unternehmensteuern	6.270	4.414	3.807	3.748	3.737	4.085	4.106
Thesaurierung	4.958	3.102	2.495	2.436	2.425	-	287
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>20,9%</i>	<i>29,7%</i>	<i>34,5%</i>	<i>35,0%</i>	<i>35,1%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>
Wertbeitrag aus Ausschüttung	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313	1.634	1.642
Ertragsteuer auf Ausschüttung	(346)	(346)	(346)	(346)	(346)	(431)	(433)
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	2.451	2.176
Effektive Ertragsteuer auf Thesaurierung	-	-	-	-	-	(378)	(342)
Zu kapitalisierende Ergebnisse	966	966	966	966	966	3.276	3.043

1.7. Kapitalisierungszinssatz

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen, als bei einer Anlage in die nächstbeste Alternative. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen. Der Kapitalisierungszinssatz ist zudem, analog zur Vorgehensweise bei der Bestimmung der ausschüttbaren Ergebnisse, um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.

Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und das Ausmaß (steuerliche Behandlung) als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens verbrieften.

Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer langfristigen, risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.

Bei der Ermittlung von Basiszins und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

Die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Ableitung des für die Kapitalisierung der geplanten Ergebnisse heranzuziehenden Kapitalisierungszinssatzes (Eigenkapitalkosten) haben wir für die einzelnen Bestandteile Basiszinssatz, Beta Faktor, Marktrisiko prämie und Wachstumsabschlag inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und geprüft. Ferner haben wir eigene Berechnungen zur Plausibilisierung des Kapitalisierungszinssatzes durchgeführt:

a) Basiszinssatz

Der Basiszinssatz repräsentiert eine „quasi“ risikofreie und fristenadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Da bei der Ableitung von Zukunftserfolgswerten grundsätzlich von einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen wird, ist als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag erwartete Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten risikolosen Kapitalmarktanlage heranzuziehen.

Für die Ableitung des Basiszinssatzes ist die Bewertungsgutachterin entsprechend der Empfehlung des IDW von einer auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren abgeleiteten Zinsstrukturkurve ausgegangen, die unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt wurde.

Die Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die gebotene Einhaltung der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.

Auf dieser Grundlage hat die Bewertungsgutachterin in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von gerundet 0,2% abgeleitet.

Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes anhand eigener Berechnungen und auf Basis einer durchschnittlichen Zinsstrukturkurve unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank im Zeitraum von drei Monaten bis zum 30. April 2021 nachvollzogen und einen für alle Planjahre einheitlichen typisierten ungerundeten Basiszinssatz vor Einkommenssteuer in Höhe von 0,2068% hergeleitet. Der gerundete Basiszinssatz von 0,2% wurde unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer) von 26,38% von der Bewertungsgutachterin sachgerecht in eine Nachsteuergröße von rd. 0,15% umgerechnet.

Wir halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von rd. 0,2% für sachgerecht und angemessen.

b) Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (Capital Asset Pricing Model (CAPM), Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden.

Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Risikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Unternehmensanteile (Aktien) und risikolosen Anlagen. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch grundsätzlich durch Ertragsteuern beein-

flusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und des auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlags nach Ertragsteuern zusammen.

Die beiden Modellparameter, die nach dem CAPM sowie dem Tax-CAPM zur Berechnung der Höhe des Risikozuschlages benötigt werden, sind die Marktrisikoprämie sowie der Beta Faktor.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite für die Anlage in ein Marktportfolio gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Das Marktportfolio wird durch den Aktienmarkt repräsentiert. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex wie zum Beispiel den DAX, den CDAX oder den MSCI All Country World Index abgebildet werden.

Die Bewertungsgutachterin hat unter Anwendung des Tax-CAPM und unter ergänzender Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008 die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% nach Steuern angesetzt.

Die von der Bewertungsgutachterin berücksichtigte Marktrisikoprämie liegt in der Mitte einer Bandbreite von Marktrisikoprämien, die sich aus den aktuellen Hinweisen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB)⁵⁹ des IDW ergibt.

Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist zu berücksichtigen, dass diese analog zu Unternehmensbewertungen in der Regel zukunftsorientiert erfolgen sollen. Erwartete Zahlungsüberschüsse des Unternehmens werden mit einem risiko-, steuer- und laufzeitäquivalenten Zinssatz kapitalisiert. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte hat sich für die Bestimmung nachvollziehbarer Zinssätze eine kapitalmarktorientierte Vorgehensweise durchgesetzt. Der aus langlaufenden Staatsanleihen abgeleitete risikofreie Zinssatz wird um eine aus historischen Aktienüberrenditen abgeleitete Risikoprämie erhöht.

Die derzeitige, nun schon seit fast zehn Jahren andauernde Kapitalmarktsituation ist im historischen Vergleich ungewöhnlich. Sie wird geprägt durch sehr niedrige, teils sogar negative Zinsen für (risikolose) Staatsanleihen. Diese sind maßgeblich von geldpolitischen Rahmenbedingungen, insbesondere dem Anleihekaufprogramm der EZB und der damit verbundenen Ausweitung der Geldmenge, sowie einer Fluchtbewegung in sichere Anlagen, wie deutsche Staatsanleihen, beeinflusst.

⁵⁹ Vgl. Sitzung des FAUB vom 22.10.2019, veröffentlicht am 25.10.2019 unter <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

Bei unveränderter Übernahme der früheren quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie würde der historisch niedrige Basiszinssatz zu dem Ergebnis führen, dass die Gesamtrendite (Summe aus Marktrisikoprämie und Basiszinssatz) erheblich gesunken ist. Dieses Ergebnis passt jedoch nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen.

Die Gesamtrendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, auf dessen Basis sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamtrendite ableiten ließe. Der FAUB verfolgt insoweit mehrere konzeptionelle Ansätze.⁶⁰ Alle Ansätze haben Stärken und Schwächen und keinem einzigen kann daher eindeutig der Vorzug gegeben werden. Aus diesem Grund nimmt der FAUB eine möglichst breite Perspektive ein und betrachtet beispielsweise unterschiedliche vergangenheitsorientierte Ansätze (unterschiedliche Zeiträume, unterschiedliche Referenzanlagen, unterschiedliche Mittelwertbildung), unterschiedliche zukunftsorientierte Ansätze, nationale und internationale Ansätze, usw.

Die Ergebnisse aus unterschiedlichen methodischen Überlegungen, nämlich

- die Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen,
- die Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen,
- die Verwendung von ex-ante Analysen impliziter Kapitalkosten sowie
- das CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme,

zeigen, dass die Gesamtrendite nicht in dem Ausmaß gesunken ist, in dem der Rückgang des Basiszinssatzes zu beobachten ist und folglich die Marktrisikoprämie gestiegen ist.

Ex-post Analysen ergeben keine Hinweise, dass der gesunkene Basiszinssatz mit einem gleichförmigen Absinken der langfristigen Gesamtrendite einhergegangen wäre. Im Umkehrschluss ergeben sich daher höhere „ex-post“-Marktrisikoprämien von rd. 7% (geometrisch) bis rd. 10% (arithmetisch).

Unsere aktuellen Beobachtungen und Analysen zum Kapitalmarkt, wie die empirische ex-post-Analyse von Renditen deutscher Aktien sowie ex-ante-Analysen (implizite Marktrisikoschätzungen) stützen dieses Ergebnis.

Es liegen derzeit keine Hinweise auf eine im Zeitablauf langfristig gesunkene Realrendite vor. Auch das DAX-Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt aktuell in einer in „Normalzeiten“ beobachtbaren Bandbreite. Bei den beobachteten relativ konstanten Gesamtrenditeforderungen der Kapitalmarktteilnehmer ist daher bei gegebenen niedrigen Basiszinssätzen von einer gestiegenen Marktrisikoprämie auszugehen.

⁶⁰ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, WPg 2018, S. 806 ff.; Popp, Zu den Bandbreiten-Empfehlungen des FAUB für die Marktrisikoprämie, WPg 2020, S. 836 ff.

Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0% bis 8,0% anzuheben. Damit hat sich der FAUB tendenziell am unteren Ende beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert.

Für die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist grundsätzlich der Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner zu berücksichtigen. Dies gilt nicht nur für den risikolosen Basiszins, sondern auch für die Marktrisikoprämie. Ausgehend von der Empfehlung vor persönlichen Steuern hat der FAUB vor dem Hintergrund des geltenden Abgeltungssteuersystems eine Überleitung in eine Welt nach persönlichen Einkommensteuern vorgenommen. Dies führt zu einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von 5,0% bis 6,5%.

Im Ergebnis kann damit derzeit eher von einer Marktrisikoprämie im Bereich von 5,0% bis 6,5% (nach persönlicher Einkommensteuer) ausgegangen werden.

Wir schließen uns grundsätzlich der von der Bewertungsgutachterin vorgebrachten Begründung von einer durch Investoren derzeit geforderten erhöhten Risikoprämie an. In Ermangelung belastbarer Methoden zur Bestimmung kurzfristig gestiegener Risikoprämien ist eine exakte Quantifizierung dieser Anpassung u.E. derzeit nicht möglich, so dass wir eine Marktrisikoprämie in Höhe der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,75% nach persönlicher Einkommensteuer für angemessen ansehen.

Wir halten die von der Bewertungsgutachterin in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% vor dem Hintergrund der oben dargestellten Überlegungen für sachgerecht.

Beta Faktor

Die Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensindividuelle und branchenspezifische Risiko wird im CAPM sowie im Tax-CAPM durch den sog. Beta Faktor ausgedrückt. Der Beta Faktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta Faktor größer eins bedeutet, dass der Börsenkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta Faktor kleiner eins, dass sich der Börsenkurs im Durchschnitt unterproportional verändert.

Seit dem Delisting der Aktie der ERLUS AG zum 30. Juni 2016 liegen am Kapitalmarkt keine beobachtbaren Beta Faktoren vor. Daher ist es daher sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin den Beta Faktor auf Basis von Vergleichsunternehmen (Peer Group) ermittelt hat

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group hat die Bewertungsgutachterin die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der ERLUS AG untersucht. Für die Ableitung des Beta Faktors wurde eine Peer Group erstellt. Hierzu hat die Bewertungsgutachterin auf Basis einer umfassenden Analyse (insbesondere Industrie-Screening der Datenbank S&P Capital IQ) eine Long List erstellt, die zu einer Short List mithilfe eines Filter-Verfahrens verdichtet wurde.

Hinsichtlich der von der Bewertungsgutachterin verwendeten Vergleichsunternehmen haben wir deren Vergleichbarkeit sowie die Vollständigkeit der verwendeten Vergleichsunternehmen überprüft. Die Auswahl haben wir anhand eigener Recherche nachvollzogen und halten sie grundsätzlich für angemessen. Ergänzend zu den von der Bewertungsgutachterin ausgewählten Vergleichsunternehmen haben wir mittels Bloomberg LP eine eigene Untersuchung und Auswahl von Vergleichsunternehmen vorgenommen.

Bei der Erstellung unserer eigenen Peer Group haben wir die folgenden Kriterien zugrunde gelegt:

- Sektor: Construction Materials Manufacturing,
- Firmensitz: DACH / Europäische Union,
- Marktkapitalisierung größer als 500 Mio. EUR,
- Bid-Ask-Spread unter 1,0%.

Nachfolgend sind die von uns ausgewählten Vergleichsunternehmen im Einzelnen dargestellt:

- **Wienerberger AG, Wien / Österreich**

Die Wienerberger AG produziert Baumaterialien. Das Unternehmen stellt Ziegel, Beton- und Tonpflastersteine, Bedachungen und Rohre her. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 2.928 Mio. EUR.

- **Buzzi Unicem SpA, Casale Monferrato / Italien**

Die Buzzi Unicem SpA produziert und vertreibt über Tochtergesellschaften Baustoffe. Buzzi Unicem bietet Zement und Transportbeton in Italien und den Vereinigten Staaten an. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 4.018 Mio. EUR.

- **Cementir Holding NV, Rom / Italien**

Die Cementir Holding NV produziert und vertreibt über ihre Tochtergesellschaften Beton, Zemente, Zuschlagstoffe und andere verwandte Produkte. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 1.058 Mio. EUR.

- **Compagnie de Saint-Gobain SA, Courbevoie / Frankreich**

Die Compagnie de Saint-Gobain stellt Glasprodukte, Hochleistungswerkstoffe und Baumaterialien her. Das Unternehmen produziert Flachglas, Dämmstoffe, Glasbehälter, Hochleistungskeramik, Kunststoffe, Schleifmittel und Baumaterialien wie Bedachungen, Wandverkleidungen, Mörtel und duktile Gussrohre. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 19.876 Mio. EUR.

- **CRH PLC, Dublin / Irland**

Die CRH PLC bietet Baumaterialien an. Das Unternehmen produziert und vertreibt eine breite Palette von Architektur-, Infrastruktur- und Bauprodukten für Infrastruktur-, Wohnungs- und Gewerbeprojekte. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 27.049 Mio. EUR.

- **HeidelbergCement AG, Heidelberg / Deutschland**

Die HeidelbergCement AG produziert und vermarktet Zuschlagstoffe. Außerdem stellt das Unternehmen Baustoffe einschließlich Zement und Beton her. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 12.147 Mio. EUR.

- **Kingspan Group PLC, Kingscourt / Irland**

Die Kingspan Group PLC ist ein globaler Marktteilnehmer im Bereich Hochleistungsdämmung und Gebäudehüllentechnologien. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 10.385 Mio. EUR.

- **LafargeHolcim Ltd, Rapperswil-Jona / Schweiz**

LafargeHolcim Ltd bietet Baustoffe an. Das Unternehmen produziert und vermarktet Transportbeton, Zement, Klinker und Zusatzstoffe und bietet Beratungs- und Ingenieurdienstleistungen in allen Bereichen des Zementherstellungsprozesses an. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei umgerechnet rd. 27.484 Mio. EUR.

- **ROCKWOOL International A/S, Hedehusene / Dänemark**

Die Rockwool International A/S entwickelt und produziert Steinwolle und auf Steinwolle basierende Produkte wie Dämm- und Brandschutz sowie Schall- und Vibrationsschutzprodukte. Die Produktpalette des Unternehmens umfasst auch Akustikdecken, Fassadenplatten und Gartenbausubstrate. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei umgerechnet rd. 6.729 Mio. EUR.

- **Titan Cement International SA, Brüssel / Belgien**

Die Titan Cement International SA produziert und vertreibt Zement, Beton, Zuschlagstoffe, Flugasche, Mörtel und andere Baustoffe. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 1.143 Mio. EUR.

- **Vicat SA, Paris / Frankreich**

Die Vicat SA produziert und vertreibt Zement, Transportbeton, Zuschlagstoffe und Betonrohre sowie Stuck und Mörtel für den Einsatz im Hochbau. Darüber hinaus produziert das Unternehmen verschiedene Papiere, Papiersäcke mit mittlerem bis großem Fassungsvermögen sowie Chemikalien und bietet Frachttransportdienste an. Die Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt zum 31. Dezember 2020 bei rd. 1.518 Mio. EUR.

Die von uns erstellte Peer Group stellt u.E. einen angemessenen Vergleichsmaßstab unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells der ERLUS AG als regionaler Hersteller von qualitativ hochwertiger Dachkeramik, Schornsteinsystemen und Lüftungsnetzwerken dar.

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der erhöhten Vergleichbarkeit der Wienerberger AG mit der ERLUS AG eine Gewichtung der Peer Group vorgenommen. Die Gewichtung der Peer Group haben wir nachvollzogen und halten sie für angemessen. Die Wienerberger AG wird von uns ebenfalls aufgrund ihrer erhöhten Vergleichbarkeit und der Wahrnehmung der ERLUS AG als direkte Wettbewerberin im Produktbereich Dachkeramik als Peer Group 1 mit einer Gewichtung von 50% definiert. Die anderen Unternehmen bilden die Peer Group 2, die insgesamt ebenfalls mit 50% gewichtet werden.

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis der von ihr ermittelten Peer Group einen unverschuldeten Beta Faktor in Höhe von 0,85 der Bewertung der ERLUS AG zugrunde gelegt.

Die Bewertungsgutachterin hat sog. Adjusted Beta Faktoren auf Basis von fünf Ein-Jahres-Scheiben mit wöchentlichen Beta Faktoren zum 31. März 2017 bis 2021, zwei Zwei-Jahres-Scheiben mit wöchentlichen Beta Faktoren (31. März 2017 bis 2019 sowie 31. März 2019 bis 2021) und einer Fünf-Jahres-Scheibe mit monatlichen Beta Faktoren vom 31. März 2017 bis 2021 ermittelt. Als Referenzindex wurde auf den entsprechenden marktbreiten lokalen Index abgestellt. Hierbei hat die Bewertungsgutachterin Kapitalmarktdaten von S&P Capital IQ verwendet.

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta, verschuldet“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungsgleichung mit einem Markt-Beta Faktor von 1,0 in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta, verschuldet“.

Sofern die am Markt gemessenen Beta Faktoren adjustiert werden, setzt die Adjustierungsgleichung an den verschuldeten Beta Faktor an. Aus dem „Raw Beta, verschuldet“ wird das „Adjusted Beta, verschuldet“. Erst nachfolgend wird das Unleverage vorgenommen. Der verschuldete Beta Faktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung und beläuft sich definitionsgemäß für den Gesamtmarkt auf 1,0.

Bei der Adjustierung wird die Tatsache genutzt, dass empirische Studien für eine Vielzahl von Aktienmärkten und Zeiträumen ergeben haben, dass Beta Faktoren sich im Zeitablauf zum Marktdurchschnitt und damit zum Markt-Beta Faktor von 1,0 entwickeln.⁶¹

Aus ökonomischer Sicht kann dies damit begründet werden, dass Unternehmen im Zeitablauf durch Wachstum und Diversifizierung ihr Risiko streuen und somit Betawerte tendenziell gegen 1 konvergieren.

Bewertungsmethodisch handelt es bei der Verwendung von Adjusted und Raw Beta Faktoren um gleichermaßen akzeptierte wie praktizierte Vorgehensweisen.⁶² Auch der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass einer der Methoden gegenüber der anderen ein genereller Vorrang eingeräumt und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird. Die Berücksichtigung von Adjusted Beta Faktoren durch die Bewertungsgutachterin ist somit grundsätzlich angemessen.

Darüber hinaus legt die Bewertungsgutachterin der Ableitung des unverschuldeten Beta Faktors den Beta Faktor des Fremdkapitals (sog. Debt-Beta Faktor) zugrunde. Der Debt-Beta Faktor berücksichtigt, dass Fremdkapitalgeber im Insolvenzfall auch einem Ausfallrisiko ausgesetzt sind. Dieses Ausfallrisiko kommt durch die Höhe der Renditeforderung der Fremdkapitalgeber zum Ausdruck, die in der Regel in Abhängigkeit von der Bonität des Kreditnehmers deutlich über dem risikolosen Zinssatz liegt. Die Berücksichtigung des Debt-Beta Faktors ist in der Bewertungspraxis und -theorie allgemein akzeptiert.⁶³ Wir halten die Berücksichtigung eines Debt-Beta Faktors in Ergänzung zum Beta Faktor des Eigenkapitals für sachgerecht, um die anteilige Übernahme des Finanzierungsrisikos durch die Fremdkapitalgeber abzubilden.

⁶¹ Vgl. Blume, *Journal of Finance*, 1971, Vol. 26, No. 1, S. 1 ff.; Zimmermann, *Schätzung und Prognose von Betawerten*, 1997, S. 241 m.w.N.

⁶² Vgl. IDW, WPH Edition, *Bewertung und Transaktionsberatung*, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

⁶³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, *Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung*, 2. Überarbeitete und erweiterte Auflage 2012, S. 205 ff.

Wir haben die Ableitung des Beta Faktors durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin angesetzten verschuldeten Beta Faktors haben wir darüber hinaus eigene Berechnungen von Beta Faktoren auf der Grundlage der Daten des Finanzdienstleisters Bloomberg LP durchgeführt.

Für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung ist eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. Dies spricht für einen längeren Beobachtungszeitraum. In der Praxis werden Beobachtungszeiträume von fünf Jahren und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.⁶⁴

Sowohl in der Literatur als auch in der Bewertungspraxis wird kontrovers diskutiert, wie sich das Marktportfolio zusammensetzt. Aus modelltheoretischer Sicht besteht das Marktportfolio annahmegemäß aus allen weltweit existierenden, riskanten Anlagemöglichkeiten und ist nicht nur auf Aktien beschränkt. Vor dem Hintergrund der Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner wird in der Bewertungspraxis üblicherweise ein möglichst marktbreiter nationaler Index als Maßstab verwendet. Der Vorteil nationaler Indizes gegenüber globalen Indizes ist in erster Linie in der Vermeidung wechselkursbedingter Verzerrungen zu sehen. Aufgrund der fortschreitenden Globalisierung und stärkeren Vernetzung der internationalen Finanzbeziehungen wird zu Plausibilisierungszwecken auch die Verwendung globaler Indizes empfohlen.⁶⁵

Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen unserer Prüfung neben dem jeweils breitesten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes (lokaler Performance-Index, sofern verfügbar) zur Plausibilisierung auch den MSCI World Index (internationaler Performance-Index) der einzelnen Vergleichsunternehmen herangezogen.

Die verschuldeten Raw Beta Faktoren der einzelnen von uns ausgewählten Peer Group Unternehmen wurden bis einschließlich 31. März 2021 auf Basis wöchentlicher Beobachtungen für den Zwei-Jahres-Zeitraum und auf Basis monatlicher Beobachtungen für den Fünf-Jahres-Zeitraum jeweils mittels Regression gegen den breitesten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes der einzelnen Vergleichsunternehmen sowie gegen den MSCI World Index ermittelt. Zurückgegriffen wurde hierbei auf die von dem Finanzdienstleister Bloomberg LP zur Verfügung gestellten Raw Beta Faktoren.

Die auf Basis von Aktien- und Marktbewegungen ermittelten Raw Beta Faktoren beinhalten aufgrund der Kapitalstruktur des jeweiligen Vergleichsunternehmens ein Finanzierungsrisiko für den Kapitalanleger, welches in einem ersten Schritt bereinigt wurde (sog. „unlevering“).

⁶⁴ Vgl. OLG Frankfurt am Main vom 20.12.2010, 5 W 51/09, Beschlusstext S. 23; OLG Frankfurt am Main vom 02.05.2011, 21 W 3/11, Beschlusstext S. 22). Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z.B. zwei Jahren, vgl. LG Frankfurt vom 02.09.2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27.

⁶⁵ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. überarbeitete und erweiterte Auflage 2012, S. 96 f.

Die unverschuldeten Raw Beta Faktoren der von uns angesetzten Peer Group – regressiert gegen einen lokalen sowie den internationalen Index (MSCI World) – sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Unverschuldete Raw Beta Faktoren	lokaler Index	lokaler Index		globaler Index	
		2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich
Peer Group 1					
Wienerberger AG	ATXTR	0,85	0,78	1,16	1,25
Peer Group 2					
Buzzi Unicem SpA	TITLMSE	0,93	0,66	1,02	1,02
Cementir Holding NV	TITLMSE	0,67	0,81	0,78	0,92
Cie de Saint-Gobain	SBF250R	0,91	0,90	1,14	1,01
CRH PLC	ISEQ	1,08	0,77	1,27	0,89
HeidelbergCement AG	CDAX	0,84	0,83	0,99	0,94
Kingspan Group PLC	ISEQ	0,85	0,91	0,97	0,65
LafargeHolcim Ltd	SPI	0,94	1,08	0,83	0,86
ROCKWOOL International A/S	KAX	1,50	1,37	1,40	1,06
Titan Cement International SA	ASE	0,60	0,59	0,53	0,99
Vicat SA	SBF250R	0,64	0,90	0,76	0,94
Gewichteter Durchschnitt		0,87	0,83	1,07	1,09

Quelle: Bloomberg LP

Unsere Analysen ergeben auf zwei Nachkommastellen gerundete durchschnittliche Raw Beta Faktoren, die in einer Bandbreite zwischen rd. 0,83 und rd. 1,09 liegen. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Beta Faktor in Höhe von rd. 0,85 liegt am unteren Ende dieser beobachteten Bandbreite.

Der Ansatz des Beta Faktors ist auch vor dem Hintergrund des Gesamtrisikos der ERLUS AG zu würdigen. Als regional tätiger Anbieter von keramischen Dachziegeln, Schornsteinsystemen und Lüftungsnetzwerken für Ein- und Zweifamilienhäuser ist das Geschäft der ERLUS AG abhängig von der Entwicklung des Wohnbaumarktes und des Marktes für Baumaterialien von Ein- und Zweifamilienhäusern und unterliegt zyklischen Schwankungen der Bauwirtschaft. Das Erreichen des Umsatz- und Ergebniswachstums der ERLUS AG ist maßgeblich abhängig von den zukünftigen Neubau- und Sanierungstätigkeiten von Ein- und Zweifamilienhäusern. Risiken für die zukünftige Entwicklung der ERLUS AG gehen von der Stagnation beim Neubau von Ein- und Zweifamilienhäusern mit Steildächern, den Trends zu preiswerteren Materialien für Dacheindeckungen sowie der Entwicklung der Energiepreise aus. Weiterhin stellt das Wettbewerbsumfeld und der hieraus resultierende Preisdruck sowie die hohe Unsicherheit bezüglich der Investitionen in eine emissionsneutrale Produktionstechnologie eine Herausforderung dar.

Auf der Grundlage unserer Analysen und Würdigung des Gesamtrisikos der ERLUS AG erachten wir den von der Bewertungsgutachterin gewählten Beta Faktor in Höhe von 0,85 als angemessen.

c) Wachstumsrate

Im Rahmen der Bewertung ist zu berücksichtigen, dass zukünftige Unternehmensergebnisse wachsen können. In der Detailplanungsphase wird ein etwaiges Wachstum der Unternehmensergebnisse für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung erfasst. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung vereinfachend über den Barwert einer ewigen Rente erfasst. In der ewigen Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch über einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.

In der Planungsrechnung der ERLUS AG für die Jahre 2021 bis 2025 ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren 2026 ff. (Fortführungsperiode) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der ERLUS AG lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Durch die Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente wird dem Umstand Rechnung getragen, dass inflatorische Entwicklungen durch ein Unternehmen teilweise besser aufgefangen bzw. weitergegeben werden können als dies bei einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere der Fall ist. Dies bedeutet aber nicht zwingend, dass die Inflation in voller Höhe ausgeglichen werden kann. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt nicht nur von der Inflation, sondern insbesondere von der Markt- und Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Die erwartete Inflationsrate ist deshalb nur ein erster Anhaltspunkt für die Ermittlung des Wachstumsabschlags.

Entsprechend dem geldpolitischen Stabilitätsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) wird eine nachhaltige Inflationsrate von unter oder nahe 2,0% für den Euro-Raum determiniert.⁶⁶ Gemäß der Inflationsprognose der EZB vom März 2021 wird prognostiziert, dass die Inflation auf 1,4% im Jahr 2023 ansteigen soll.⁶⁷ Dass sich diese Geldpolitik der EZB auch in den tatsächlichen historischen Inflationsraten widerspiegelt, zeigt der vom statistischen Bundesamt ermittelte harmonisierte Verbraucherpreisindex. Danach ergab sich für die Jahre 2000 bis 2020 für Deutschland eine durchschnittliche Preisänderungsrate von 1,5% p.a.⁶⁸ Auch prognostizierte die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihres Monatsberichts vom Dezember 2020 für das Jahr 2021 eine Inflationsrate von 1,8%, für das Jahr 2022 von 1,3% und für das Jahr

⁶⁶ Vgl. EZB 2019, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monopol/html/index.de.html>, abgerufen am 15.03.2021.

⁶⁷ Vgl. EZB März 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>, abgerufen am 15.03.2021.

⁶⁸ Vgl. Statistisches Bundesamt (Destatis) 2021, Harmonisierter Verbraucherpreisindex (inkl. Veränderungsrate): Deutschland, Jahre.

2023 von 1,6%.⁶⁹ Der IMF prognostiziert für den Zeitraum 2021 bis 2025 eine jährliche durchschnittliche Inflationsrate von 1,7 % für Deutschland sowie 1,9% für Österreich.⁷⁰

Da es gilt, das inflationsbedingte Wachstum der künftigen finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts zu erfassen, ist allein die preisänderungsbedingte unternehmensspezifische Inflationsrate als Wachstumsabschlag zu berücksichtigen. Die preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Wachstumseffekte sind durch die auf die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit zur kontinuierlichen Realisierung von Effizienzgewinnen und der Möglichkeit zur kundenseitigen Überwälzung von Kostensteigerungen beeinflusst. Insoweit kann die erwartete konsumorientierte Inflationsrate für die Schätzung der nachhaltigen unternehmensspezifischen Inflationsrate nur ein erster und sehr grober Anhaltspunkt sein.

Auch in der Rechtsprechung ist anerkannt, dass der konkret zugrunde zu legende Wachstumsabschlag keinesfalls der Höhe der erwarteten allgemeinen Inflation entsprechen muss. Es ist nämlich nicht zwangsläufig, dass künftige unternehmensindividuelle Kostensteigerungen in vollem Umfang auf die Kunden übergewälzt bzw. durch Effizienzsteigerungen aufgefangen werden können. In der Rechtsprechung werden im Allgemeinen Inflationsraten zwischen 0,0% und 2,0% anerkannt.

Die Bewertungsgutachterin hat eine nachhaltige Wachstumsrate für die ERLUS AG in Höhe von 0,5% p.a. angesetzt.

Wir beurteilen diese nachhaltige Wachstumsrate für die ERLUS AG vor dem Hintergrund folgender Überlegungen als angemessen:

Die Dachziegelbranche ist durch eine hohe Wettbewerbsintensität und einen zunehmenden absatz- als auch beschaffungsseitigen Preisdruck gekennzeichnet. Auf der Absatzseite sind Preiserhöhungen bei keramischen Dachziegeln aufgrund der Stagnation beim Neubau von Ein- und Zweifamilienhäusern mit Steildächern und dem Trend zu Flachdächern und preiswerteren Materialien für Dacheindeckungen, wie z.B. Blech, Beton, Kunststoff etc. nur eingeschränkt durchsetzbar. Gleichzeitig ist die ERLUS AG auf der Beschaffungsseite durch die regulatorischen Vorgaben zur Erreichung der Emissionsneutralität einer Steigerung der Energiekosten und tariflich bedingten Personalkostensteigerungen ausgesetzt, was zu einem zunehmenden Margendruck führt. Auch zukünftig kann davon ausgegangen werden, dass der Margendruck vor dem Hintergrund des intensiven Wettbewerbsumfelds weiter anhalten wird mit der Folge, dass die Überwälzung von beschaffungsseitigen Kostensteigerungen langfristig nur eingeschränkt möglich sein wird.

Unter dieser Gesamtwürdigung halten wir ein jährliches durchschnittliches Wachstum für die ERLUS AG von 0,5% für angemessen.

⁶⁹ Vgl. Bundesbank Dezember 2020, S. 18 und 29: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/852926/172bae94861dfdf0b55c98684a1f762a/mL/2020-12-monatsbericht-data.pdf>, abgerufen am 15.03.2021.

⁷⁰ Vgl. IMF, World Economic Outlook Database, April 2021.

Auf der Grundlage der vorstehenden Überlegungen ergeben sich für die ERLUS AG die folgenden Kapitalisierungszinssätze:

ERLUS AG Kapitalisierungszinssatz	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Ewige Rente
Basiszinssatz vor persönlicher Einkommensteuer	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Persönliche Einkommensteuer auf Basiszinssatz	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%
Basiszinssatz nach persönlicher Einkommensteuer	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
Marktrisikoprämie im Tax-CAPM	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta Faktor unverschuldet	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Verschuldungsgrad	-0,30	-0,06	-0,02	-0,07	-0,10	-0,15	-0,16
Beta Faktor verschuldet	0,56	0,78	0,81	0,77	0,74	0,70	0,69
Risikozuschlag	3,25%	4,46%	4,65%	4,42%	4,26%	4,03%	3,98%
Wachstumsabschlag							-0,50%
Kapitalisierungszinssatz	3,39%	4,61%	4,80%	4,57%	4,40%	4,18%	3,63%

Wir haben die methodische Ableitung und die Ermittlung der Kapitalisierungszinssätze nachvollzogen und halten diese im Ergebnis für sachgerecht und angemessen.

1.8. Ertragswert

Ausgehend vom Ergebnis der ERLUS AG und den hieraus abgeleiteten Nettoeinnahmen abzüglich der effektiven Einkommensteuer hat die Bewertungsgutachterin unter Anwendung der maßgeblichen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze den Ertragswert der ERLUS AG zum 25. Juni 2021 wie folgt ermittelt:

ERLUS AG Ertragswert in TEUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Ewige Rente
Zu kapitalisierende Ergebnisse	966	966	966	966	966	3.276	3.043
Kapitalisierungszinssatz	3,39%	4,61%	4,80%	4,57%	4,40%	4,18%	3,63%
Barwertfaktor für das jeweilige Jahr	0,967	0,956	0,954	0,956	0,958	0,960	27,557
Barwerte zum 31.12. des Vorjahres	71.857	73.331	75.744	78.414	81.033	83.634	83.851
Ertragswert zum 31.12.2020	71.857						
Aufzinsungsfaktor	1,016						
Ertragswert zum 25.06.2021	73.024						

Die Kapitalisierung der erwarteten Ausschüttungen und Thesaurierungen mittels der zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 25. Juni 2021 haben wir rechnerisch nachvollzogen und erheben keine Einwände. Es ergibt sich danach ein Ertragswert der ERLUS AG zum 25. Juni 2021 in Höhe von 73.024 TEUR.

1.9. Gesondert bewertete Vermögenswerte

Die gesondert bewerteten Vermögenswerte sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

ERLUS AG Gesondert bewertete Vermögenswerte zum 25. Juni 2021	in TEUR
Gewerbeimmobilie München	24.767
Freie Liquidität	29.500
Gesondert bewertete Vermögenswerte	54.267

Gewerbeimmobilie München

Die ERLUS AG verfügt über ein Teileigentum an einer Gewerbeimmobilie in der Münchener Innenstadt. Bei der Gewerbeimmobilie handelt es sich um ein im Jahr 1954 wiederaufgebautes Büro- und Geschäftshaus in der Fußgängerzone in München, das unterkellert ist und über sechs Obergeschosse verfügt.

Das Grundstück umfasst eine Fläche von 343 m². Die gesamte Mietfläche beträgt rd. 1.999 m² und verteilt sich auf die Nutzungsarten Büro mit einer Mietfläche von rd. 909 m², Einzelhandel mit einer Mietfläche von rd. 804 m² sowie Praxis mit einer Mietfläche von rd. 286 m².

Das Objekt wird von 14 unterschiedlichen Mietern genutzt, wobei zum Zeitpunkt unserer Berichterstattung eine Einheit mit einer Mietfläche von rd. 66 m² leer steht und sich aktuell in der Vermarktung befindet.

Die ERLUS AG ist zu einem Drittel Eigentümerin der Gewerbeimmobilie.

Die Bewertungsgutachterin hat die Gewerbeimmobilie mit ihrem Marktwert angesetzt. Grundlage für die Ermittlung des Marktwerts der Gewerbeimmobilie ist ein Verkehrswertgutachten

zum Bewertungsstichtag 27. April 2021, das von dem sachverständigen Gutachter, Herrn Peter Jagel, erstellt wurde. Herr Peter Jagel ist ein von der IHK München öffentlich bestellter und verteidigter Sachverständiger für die Bewertung von bebauten und unbebauten Grundstücken sowie Mitglied des Gutachterausschusses für Grundstückswerte im Bereich der Landeshauptstadt München.

Vor dem Hintergrund der Nutzung der Gewerbeimmobilie als Renditeobjekt wurde für die Ermittlung des Verkehrswerts des Objektes das Ertragswertverfahren gemäß Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) herangezogen. Der durch den Gutachter ermittelte Verkehrs-/ Marktwert der Immobilie zum 27. April 2021 wurde wie folgt ermittelt:

ERLUS AG Verkehrs-/ Marktwert der Gewerbeimmobilie		in TEUR
Jahresrohertrag		1.674
Bewirtschaftungskosten (in % des Jahresrohertrags)	8,43%	(141)
Jahresreinertrag		1.532
Bodenwertverzinsung (in %)	1,60%	(890)
Reinertrag der baulichen Anlagen		642
Restnutzungsdauer; Rentenbarwertfaktor	40 Jahre	29,38
Vorläufiger Ertragswert der baulichen Anlage		18.866
Bodenwert		55.640
Vorläufiger Ertragswert		74.506
Anpassungen		(206)
Verkehrs-/ Marktwert der Gewerbeimmobilie		74.300

Quelle: Verkehrswertgutachten zur Gewerbeimmobilie in München zum Stichtag 27. April 2021

Grundlage für die Ableitung des Jahresrohertrags bilden im Wesentlichen die Ist-Mieterträge. Im Fall von Staffelmietverträgen wurde die letzte Staffel als marktübliche Miete angesetzt.

Die Anpassungen betreffen im Wesentlichen besondere objektspezifische Grundstücksmerkmale, die eine am Gesamtgrundstück lastende Reallast (Rentenrecht), die entgangenen Mieten der leerstehenden Büroeinheit und den Betrag zwischen marktüblicher und Ist-Miete der Staffelmietverträge umfassen.

Der Verkehrswert der Gewerbeimmobilie beträgt entsprechend dem Verkehrswertgutachten 74.300 TEUR. Bezogen auf die Mietfläche liegt der Verkehrswert bei 37.169 EUR je m². Auf dieser Basis ergibt sich ein Rohertragsfaktor – ermittelt als Quotient aus Verkehrswert und Jahresrohertrag – von 44,4.

Die Bewertungsgutachterin hat zur Plausibilisierung des auf Basis des Verkehrsgutachtens ermittelten Verkehrs-/ Marktwertes eine eigene Wertermittlung durchgeführt und eine Besichtigung der Liegenschaft vorgenommen. Auf Basis ihrer eigenen Wertermittlung erachtet die Bewertungsgutachterin den vom Gutachter Peter Jagel ermittelten Verkehrs-/Marktwert in Höhe von insgesamt 74.300 TEUR als sachgerecht. Der auf die ERLUS AG entfallende Wertanteil an der Immobilie beträgt 24.767 TEUR.

Wir konnten die Ableitung des Verkehrs-/Marktwertes der Gewerbeimmobilie auf Basis des Verkehrswertgutachtens inhaltlich nachvollziehen und halten diese methodisch für sachgerecht und plausibel.

Freie Liquidität

Die Bewertungsgutachterin hat ausgehend von den liquiden Mitteln der ERLUS AG zum 31. Dezember 2020 in Höhe von 70.017 TEUR unter Berücksichtigung einer operativen Mindestkasse sowie des erwarteten investitionsbedingten Rückgangs des Cash Flow eine freie Liquidität in Höhe von 29.500 TEUR abgeleitet:

ERLUS AG Freie Liquidität	in TEUR
Flüssige Mittel zum 31. Dezember 2020	70.017
Operative Mindestkasse	20.000
Gesamt-Cashflow 2021	(18.089)
Gesamt-Cashflow 2022	(2.428)
Zahlungswirksame Veränderung der flüssigen Mittel	(20.517)
Freie Liquidität	29.500

Zur Ableitung der operativen Mindestkasse hat die Bewertungsgutachterin eine unterjährige Analyse der Liquidität und des Nettoumlaufvermögens vorgenommen. Um die witterungsbedingten Nachfrage- bzw. Absatzrückgänge der ERLUS AG in den Wintermonaten auszugleichen und den Fortbestand der Gesellschaft zu sichern, hält die Bewertungsgutachterin eine operative Mindestkasse in Höhe von 20.000 TEUR für sachgerecht.

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin den in den Jahren 2021 und 2022 erwarteten Rückgang des Cash Flow in Höhe von insgesamt 20.517 TEUR zum Abzug gebracht, der u.a. durch die geplanten Investitionen in das Logistikkonzept und den Erwerb weiterer Grundstücke mit Rohstoffvorkommen verursacht ist.

Wir haben die Ableitung der freien Liquidität inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und beurteilen diese als sachgerecht.

Wir haben die Identifikation und die jeweiligen Wertansätze für die gesondert bewerteten Vermögenswerte mit der ERLUS AG und der Bewertungsgutachterin diskutiert. Nach Angaben des Vorstandes der ERLUS AG gibt es keine weiteren Vermögenswerte, die im Rahmen einer gesonderten Bewertung zusätzlich zur Ertragsbewertung zu erfassen wären. Aus unseren diesbezüglichen Prüfungshandlungen ergaben sich keine widersprüchlichen Erkenntnisse. Wir erachten den Ansatz und die Bewertung der gesondert bewerteten Vermögenswerte als sachgerecht und angemessen.

1.10. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Unternehmenswert der ERLUS AG und der Wert je Aktie ergeben sich nach unseren Ermittlungen unter Berücksichtigung des Ertragswertes und der gesondert bewerteten Vermögenswerte zum 25. Juni 2021 wie folgt:

ERLUS AG Unternehmenswert und Wert je Aktie zum 25. Juni 2021	
Ertragswert (in TEUR)	73.024
Gesondert bewertete Vermögenswerte (in TEUR)	54.267
Unternehmenswert (in TEUR)	127.290
Anzahl der Aktien	1.312.500
Wert je Aktie (in EUR)	96,99

1.11. Sensitivitätsanalyse und Wertbandbreite

Vor dem Hintergrund einer möglichen Änderung des Basiszinssatzes und der erhöhten Unsicherheit bei der Schätzung des Beta Faktors haben wir eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen, bei dem der Basiszinssatz in einer Bandbreite von 0,10% bis 0,30% und der Beta Faktor in einer Bandbreite von 0,80 bis 0,90 c.p. variiert wurde.

Die Ergebnisse dieser Sensitivitätsberechnung sind im Folgenden dargestellt:

ERLUS AG Sensitivitätsanalyse		Basiszinssatz		
Unternehmenswert in TEUR		0,10%	0,20%	0,30%
Beta Faktor	0,80	132.767	131.579	130.429
	0,85	128.339	127.290	126.274
	0,90	124.419	123.487	122.581

ERLUS AG Sensitivitätsanalyse		Basiszinssatz		
Wert je Aktie in EUR		0,10%	0,20%	0,30%
Beta Faktor	0,80	101,16	100,26	99,38
	0,85	97,79	96,99	96,21
	0,90	94,80	94,09	93,40

1.12. Plausibilisierung des Unternehmenswertes

Ergänzend zu dem mittels des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert haben wir anhand von vereinfachten Preisfindungen eine Plausibilitätsbeurteilung vorgenommen.

a) Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.

Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen bspw. Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswertes regelmäßig niedriger. Dementsprechend sind ausschließlich Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zugrunde zu legen.

Wir haben im Folgenden eine überschlägige Ermittlung von zukunftsbezogenen Marktmultiplikatoren vorgenommen, um die auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Bewertungsergebnisse zu plausibilisieren.

Im Kern besteht eine vergleichende Bewertung darin, „marktübliche“, als normal angesehene Kennzahlen zu erheben und auf das Bewertungsobjekt zu übertragen. Solche Kennzahlen lassen sich zwar auch in volatilen Phasen ermitteln, doch kann hier der Einfluss von außergewöhnlichen Sonderfaktoren in der Regel nicht ausgeschlossen werden. Darüber hinaus ist in diesem Fall die Aussagekraft der Multiplikatoren zusätzlich eingeschränkt, da die vorliegenden Vergleichsunternehmen andere Zusammensetzungen in den Produkt- und Dienstleistungsangeboten sowie unterschiedliche Wettbewerbssituationen aufweisen.

Für die Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir für die Vergleichsunternehmen, die auch der Bestimmung des Beta Faktors zugrunde gelegt wurden, Multiplikatoren ermittelt, sofern belastbare Daten vorhanden waren.

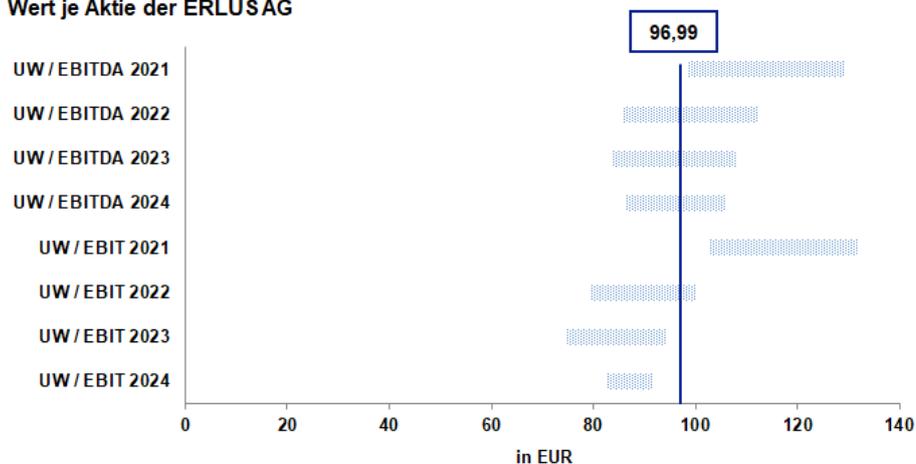
Wir haben den Multiplikator Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (Unternehmenswert / EBITDA) und den Multiplikator Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Unternehmenswert / EBIT) herangezogen.

Als Informationsquelle wurden von uns insbesondere Kapitalmarktdaten des Informationsanbieters Bloomberg LP verwendet. Für die von uns verwendeten Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Wert je Aktie Forward Multiplikatoren	UW / EBITDA				UW / EBIT			
in TEUR	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Peer Group 1								
Wienerberger AG	7,36x	6,77x	6,34x	n/a	12,51x	11,01x	10,07x	n/a
Peer Group 2								
Buzzi Unicem SpA	6,53x	6,19x	6,01x	5,69x	9,82x	9,16x	9,33x	9,24x
Cementir Holding NV	5,71x	5,24x	4,93x	n/a	9,05x	8,23x	7,67x	n/a
Cie de Saint-Gobain	7,27x	6,89x	6,55x	6,33x	11,10x	10,32x	9,68x	9,28x
CRH PLC	8,97x	8,47x	8,08x	7,91x	13,60x	12,69x	12,00x	11,71x
HeidelbergCement AG	6,57x	6,34x	6,13x	5,97x	10,66x	10,14x	9,98x	9,41x
LafargeHolcim Ltd	7,47x	6,99x	6,75x	6,65x	11,82x	10,57x	10,33x	9,93x
Titan Cement International SA	6,92x	6,69x	6,54x	n/a	13,30x	12,88x	12,80x	n/a
Vicat SA	6,04x	5,69x	5,62x	5,28x	11,27x	10,17x	10,29x	9,93x
<i>Gewichteter Durchschnitt</i>	<i>7,15x</i>	<i>6,67x</i>	<i>6,34x</i>	<i>6,31x</i>	<i>11,92x</i>	<i>10,76x</i>	<i>10,16x</i>	<i>9,92x</i>
<i>Maximum</i>	<i>8,97x</i>	<i>8,47x</i>	<i>8,08x</i>	<i>7,91x</i>	<i>13,60x</i>	<i>12,88x</i>	<i>12,80x</i>	<i>11,71x</i>
<i>Minimum</i>	<i>5,71x</i>	<i>5,24x</i>	<i>4,93x</i>	<i>5,28x</i>	<i>9,05x</i>	<i>8,23x</i>	<i>7,67x</i>	<i>9,24x</i>
<i>Anzahl</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>6</i>
EBITDA bzw. EBIT der ERLUS AG	12.340	10.813	10.140	9.655	8.416	5.861	5.027	4.947
<i>Durchschnittlicher Gesamtunternehmenswert</i>	<i>88.204</i>	<i>72.107</i>	<i>64.240</i>	<i>60.877</i>	<i>100.321</i>	<i>63.090</i>	<i>51.094</i>	<i>49.059</i>
<i>Maximum</i>	<i>110.663</i>	<i>91.564</i>	<i>81.916</i>	<i>76.370</i>	<i>114.469</i>	<i>75.520</i>	<i>64.371</i>	<i>57.920</i>
<i>Minimum</i>	<i>70.509</i>	<i>56.635</i>	<i>49.986</i>	<i>51.019</i>	<i>76.126</i>	<i>48.212</i>	<i>38.569</i>	<i>45.704</i>
Nettofinanzstatus	4.413	1.696	5.378	8.328	4.413	1.696	5.378	8.328
Gesondert bewertete Vermögenswerte	54.267	54.267	54.267	54.267	54.267	54.267	54.267	54.267
<i>Durchschnittlicher Unternehmenswert</i>	<i>146.884</i>	<i>128.070</i>	<i>123.885</i>	<i>123.471</i>	<i>159.001</i>	<i>119.053</i>	<i>110.738</i>	<i>111.653</i>
<i>Maximum</i>	<i>169.343</i>	<i>147.527</i>	<i>141.561</i>	<i>138.964</i>	<i>173.148</i>	<i>131.483</i>	<i>124.016</i>	<i>120.514</i>
<i>Minimum</i>	<i>129.189</i>	<i>112.598</i>	<i>109.631</i>	<i>113.613</i>	<i>134.805</i>	<i>104.175</i>	<i>98.214</i>	<i>108.298</i>
Anzahl ausstehender Aktien (in Tsd.)	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313
<i>Durchschnittlicher Wert je Aktie</i>	<i>111,91</i>	<i>97,58</i>	<i>94,39</i>	<i>94,07</i>	<i>121,14</i>	<i>90,71</i>	<i>84,37</i>	<i>85,07</i>
<i>Maximum</i>	<i>129,02</i>	<i>112,40</i>	<i>107,86</i>	<i>105,88</i>	<i>131,92</i>	<i>100,18</i>	<i>94,49</i>	<i>91,82</i>
<i>Minimum</i>	<i>98,43</i>	<i>85,79</i>	<i>83,53</i>	<i>86,56</i>	<i>102,71</i>	<i>79,37</i>	<i>74,83</i>	<i>82,51</i>

Quelle: Bloomberg LP

Wert je Aktie der ERLUSAG



Die beobachtbaren Multiplikatoren weisen zum Teil eine deutliche Bandbreite auf. Für den Multiplikator Unternehmenswert / EBITDA ergibt sich für die Jahre 2021 bis 2024 eine Bandbreite der durchschnittlichen Werte je Aktie von 94,07 EUR bis 111,91 EUR und für den Multiplikator Unternehmenswert / EBIT von 84,37 EUR bis 121,14 EUR.

Der auf Basis des Ertragswertverfahrens für die ERLUS AG ermittelte Wert je Aktie in Höhe von 96,99 EUR liegt innerhalb der Bandbreite der auf Basis der Multiplikatoren ermittelten durchschnittlichen Werte je Aktie.

b) Vorerwerbe

Die Girnghuber GmbH hat in den Jahren 2016 bis 2019 durch mehrere Erwerbe und zwei Erwerbsangebote Aktien der ERLUS AG erworben. Der Kaufpreis je Aktie lag zwischen 54,50 EUR und 72,00 EUR.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (vgl. BVerfG, 27. April 1999, AktZ. 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – wie z.B. im Rahmen eines Übernahmehandels – ggf. überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. für alle: Paulsen, in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., 2010, § 305, Tz. 82; BGH, 19. Juli 2010, AktZ. II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632) und ist auch auf die Ermittlung der Barabfindung im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre übertragbar.

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C-101/08, AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird.

Etwaige Vorerwerbe von Aktien der ERLUS AG durch die Girnghuber GmbH haben daher unseres Erachtens für die Bestimmung der Barabfindung keine Relevanz.

1.13. Liquidationswert

Aufgrund der Wertrelation zwischen dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert und dem Buchwert des Eigenkapitals hat die Bewertungsgutachterin eine überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes der ERLUS AG vorgenommen. Der Liquidationswert wird grundsätzlich ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.⁷¹ Die Höhe des Liquidationswertes hängt sowohl von der Zerschlagungsgeschwindigkeit, welche den Zeitraum der Veräußerung bestimmt, als auch von der Zerschlagungsintensität, welche den Grad der Aufsplitterung der Vermögensgegenstände bestimmt, ab.⁷²

Die Bewertungsgutachterin hat bei der überschlägigen Ermittlung des Liquidationswertes eine (sofortige) Liquidation zum 25. Juni 2021 angenommen und den Liquidationswert aus der Summe der Zahlungsüberschüsse bei Einzelveräußerung der einzelnen Vermögensgegenstände nach Berücksichtigung etwaiger Zu-/ oder Abschläge sowie unter Berücksichtigung des anteiligen geplanten Jahresergebnisses 2021 abzüglich der Summe aller Schulden nach Berücksichtigung etwaiger Zu-/ oder Abschläge sowie abzüglich von Liquidationskosten und unter Berücksichtigung eventueller anfallender Steuern auf Veräußerungsgewinne ermittelt.

Der Liquidationswert je Aktie der ERLUS AG zum 25. Juni 2021 ergibt sich wie folgt:

ERLUS AG Liquidationswert	
in TEUR	
Liquidationswert der Vermögensgegenstände	146.761
Liquidationswert der Schulden	(39.969)
Liquidationskosten	(20.470)
Liquidationswert zum 31. Dezember 2020	86.322
Anteiliges Jahresergebnis 2021	3.024
Ertragsteuern auf Liquidationsverlust	2.497
Liquidationswert zum 25. Juni 2021	91.842
Anzahl ausstehender Aktien	1.312.500
Liquidationswert je Aktie zum 25. Juni 2021 (in EUR)	69,98

Die Bewertungsgutachterin hat zur Ermittlung der Liquidationswerte der Vermögensgegenstände und Schulden die nach handelsrechtlichen Grundsätzen erstellte und geprüfte Bilanz der ERLUS AG zum 31. Dezember 2020 zugrunde gelegt.

⁷¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Abschnitt 7.4.

⁷² Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 158.

Liquidationswert der Vermögensgegenstände

ERLUS AG Liquidationswert der Vermögensgegenstände in TEUR	Ist 31.12.2020	Ab-/ Zuschläge	Liquidationswert 31.12.2020
Immaterielle Vermögensgegenstände	182	-100%	-
Sachanlagen	54.821	-15%	46.541
Finanzanlagen	2.760	0%	2.760
Anlagevermögen	57.763		49.301
Vorräte	18.377	21%	22.261
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	5.182	0%	5.182
Flüssige Mittel	70.017	0%	70.017
Rechnungsabgrenzungsposten	153	-100%	-
Umlaufvermögen	93.729		97.460
Summe	151.491		146.761

Die immateriellen Vermögensgegenstände wurden nicht angesetzt, da sie im Wesentlichen erworbene Software und Nutzungsentgelte beinhalten, die in der Regel nicht selbständig veräußerbar sind. Weitere wesentliche nicht bilanzierte immaterielle Vermögensgegenstände wurden nicht identifiziert.

Der Ermittlung des Liquidationswerts der Sachanlagen liegt ein Abschlag von rd. 15% auf den Buchwert zugrunde. Vor dem Hintergrund der geringen Fungibilität der Sachanlagen wurden das Fabrikgebäude, die technischen Anlagen und Maschinen sowie die Betriebs- und Geschäftsausstattung jeweils mit einem Abschlag von 50% vom Buchwert bewertet. Bei den Lehm- und Tongruben wurde ebenfalls ein Abschlag von 50% vom Buchwert vorgenommen. Da diese in der Vergangenheit vor allem aufgrund des Rohstoffvorkommens mit Aufschlägen von über 50% über den jeweiligen Bodenrichtwerten erworben wurden, geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass eine Veräußerung zu den damaligen Kaufpreisen nicht möglich sein wird. Die Gewerbeimmobilie in der Münchener Innenstadt wurde mit dem gutachterlich ermittelten anteiligen Verkehrswert in Höhe von 24.767 TEUR angesetzt.

Bei den Finanzanlagen wurden aufgrund des mittel- bis langfristig rückläufigen Kamingeschäftes der Ahrens GesmbH keine stillen Reserven identifiziert.

Die in den Vorräten enthaltenen Emissionszertifikate wurden mit einem von Thomson Reuters erwarteten durchschnittlichen Zertifikatspreis im Jahr 2021 in Höhe von 39,24 EUR angesetzt (siehe Abschnitt C.II.1.6.c)). Die fertigen Erzeugnisse wurden mit einem pauschalen Aufschlag von 10% auf den Buchwert angesetzt, während die unfertigen Erzeugnisse als nicht verwertbar angenommen wurden.

Auf die Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände wurden keine Zu-/ oder Abschläge vorgenommen. Bei den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wurde angenommen, dass kein Bedarf für Wertberichtigungen vorliegt.

Die flüssigen Mittel wurden als vollständig liquide angenommen und mit dem Buchwert angesetzt.

Aktive Rechnungsabgrenzungsposten wurden nicht angesetzt, da es sich hierbei nicht um veräußerungsfähige Vermögensgegenstände handelt.

Liquidationswert der Schulden

ERLUS AG Liquidationswert der Schulden	Ist	Ab-/ Zuschläge	Liquidationswert
in TEUR	31.12.2020		31.12.2020
Rückstellungen für Pensionen	4.145	10%	4.559
Steuerrückstellungen	6.507	0%	6.507
Sonstige Rückstellungen	19.614	-17%	16.296
Rückstellungen	30.265		27.362
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	631	0%	631
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.032	0%	3.032
Sonstige Verbindlichkeiten	8.945	0%	8.945
Verbindlichkeiten	12.608		12.608
Summe	42.873		39.969

Die Pensionsrückstellungen wurden mit einem Aufschlag von 10% gegenüber dem Buchwert angesetzt, da Pensionsverpflichtungen in der Regel nur zu höheren Werten als den handelsrechtlichen Buchwerten auf Dritte übertragen werden können. Die Steuerrückstellungen wurden mit dem Buchwert berücksichtigt. Die sonstigen Rückstellungen wurden grundsätzlich mit dem jeweiligen Erfüllungsbetrag angesetzt. Eine Ausnahme bilden die in den sonstigen Rückstellungen enthaltenen Kulanzrückstellungen, die mit einem Abschlag von 100% berücksichtigt wurden, da diese im Liquidationsfall annahmegemäß entfallen.

Die Verbindlichkeiten wurden mit dem Buchwert angesetzt, da diese im Liquidationsfall mit dem Erfüllungsbetrag zu begleichen sind.

Liquidationskosten

ERLUS AG Liquidationskosten	in TEUR
Sozialplanverpflichtungen	16.736
Honorar Liquidator	1.174
Gebühren für den Verkauf von Grundstücken und Bauten	2.060
Sonstige Kosten	500
Liquidationskosten	20.470

Die Liquidationskosten umfassen insbesondere Sozialplanverpflichtungen, das Honorar für den Liquidator und Gebühren für den Verkauf von Grundstücken und Bauten. Die Sozialplanverpflichtungen wurden vereinfachend auf Basis der durchschnittlichen Anzahl an Mitarbeitern und des Personalaufwands im Jahr 2020 geschätzt. Die voraussichtliche Abfindungszahlung basiert dabei auf einem durchschnittlichen hälftigen Bruttomonatsgehalt sowie einer durchschnittlichen Betriebszugehörigkeit pro Mitarbeiter von 15 Jahren.

Das Honorar des Liquidators wurde mit 0,8% der angenommenen Insolvenzmasse in Höhe von 146.761 TEUR bemessen. Die Gebühren für den Verkauf von Grundstücken und Bauten wurden in Höhe von 5% des Liquidationswerts der Grundstücke und Bauten angesetzt.

Zur Ermittlung des Liquidationswertes zum 25. Juni 2021 wurde darüber hinaus das anteilig geplante Ergebnis des Jahres 2021 sowie der auf den Liquidationsverlust geschätzte entfallende Steuererstattungsanspruch berücksichtigt.

Eventuelle wertmindernde persönliche Ertragsteuern auf Ebene der Anteilseigner, die sich aus der Ausschüttung des Liquidationswertes über die Rückzahlung des Nennkapitals hinaus gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG ergeben, wurden nicht angesetzt.

Der überschlägig ermittelte Liquidationswert der ERLUS AG zum 25. Juni 2021 beträgt 91.842 TEUR bzw. 69,98 EUR je Aktie der ERLUS AG.

Der auf Basis des Ertragswertverfahrens für die ERLUS AG ermittelte Wert je Aktie in Höhe von 96,99 EUR liegt deutlich oberhalb des Liquidationswertes je Aktie in Höhe von 69,98 EUR.

Wir konnten die Ableitung des Liquidationswertes inhaltlich nachvollziehen und halten diese mit Blick auf unsere Analysen und Gespräche mit dem Vorstand der ERLUS AG sowie der Bewertungsgutachterin methodisch für sachgerecht und plausibel.

2. Angemessenheit der Barabfindung

2.1. Börsenkurse

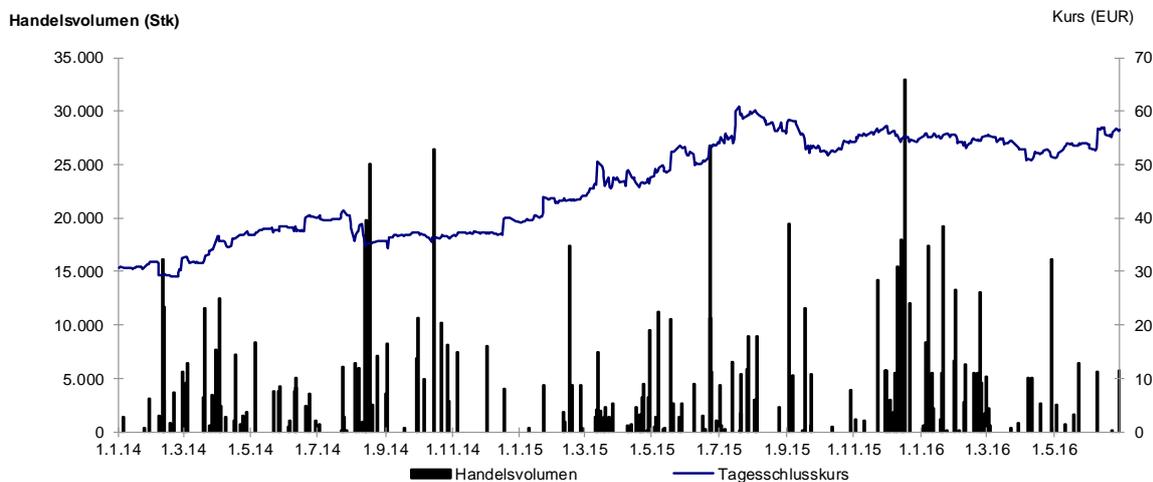
Im Hinblick auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (AktZ. 1 BvR 1613/94) zu Abfindung und Ausgleich im Zusammenhang mit Unternehmensverträgen und Eingliederungsmaßnahmen ist der Börsenkurs der Aktien der zu bewertenden Gesellschaft dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Nach dem Beschluss des BVerfG darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Barabfindung nicht unberücksichtigt bleiben. Dementsprechend bildet der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der angemessenen Abfindung.

Eine Unterschreitung kommt jedoch in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde durch die Beschlüsse des Bundesgerichtshofes (BGH) vom 12. März 2001 (AktZ. II ZB 15/00; im Zusammenhang mit einem Unternehmensvertrag) und vom 19. Juli 2010 (AktZ. II ZB 18/09) bestätigt und konkretisiert. In dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001 wird erneut deutlich gemacht, dass der Börsenwert dann nicht als Untergrenze der angemessenen Abfindung in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Dies kann nach dem Beschluss des BGH dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer besonderen Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenkurs manipuliert worden ist.

Der Handel der Aktien der ERLUS AG wurde mit Ablauf des 30. Juni 2016 im m:access beendet und die Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse München eingestellt. Seit dem 1. Juli 2016 werden die Aktien der ERLUS AG in den Handel der VALORA AG einbezogen.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Tagesschlusskurses sowie das Handelsvolumen der Aktien im Handel im Freiverkehr vom 1. Januar 2014 bis zum 30. Juni 2016:

Entwicklung der Aktie der ERLUS AG im Zeitraum vom 1. Januar 2014 bis zum 30. Juni 2016



Quelle: Bloomberg LP

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Tagesschlusskurses sowie das Handelsvolumen der Aktien im Handel der VALORA AG vom 1. Juli 2016 bis zum 30. April 2021:

Handel der Aktie der ERLUS AG vom 1. Juli 2016 bis zum 30. April 2021		
Datum	Aktienkurs in EUR	Handelsvolumen in Stück
06.12.2016	48,40	100
30.06.2017	56,00	150
22.09.2017	44,00	5
15.02.2018	55,00	15
28.06.2018	47,30	10
09.12.2019	60,00	10
16.01.2020	60,00	72
30.12.2020	68,20	120
14.04.2021	68,20	400

Quelle: wallstreet:online AG, Berlin

Im Betrachtungszeitraum wurde die Aktie an 9 Handelstagen an der VALORA AG gehandelt. Das Handelsvolumen lag im Betrachtungszeitraum auf einem durchschnittlichen Niveau von 98 Stück pro Handelstag. Der Tagesschlusskurs der gehandelten Aktie der ERLUS AG schwankte vom 1. Juli 2016 bis zum 30. April 2021 zwischen 44,00 EUR und 68,20 EUR.

2.2. Maßgeblicher Referenzzeitraum

Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der Bundesgerichtshof mit Beschluss vom 19. Juli 2010 (AktZ. II ZB 18/09, z.B. abgedruckt in NZG 2010, 939) – in Abweichung zu seinem Beschluss vom 12. März 2001 – AktZ. II ZB 15/00 (maßgeblich war danach der Drei-Monats-Durchschnittskurs abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung) – entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze

zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

Sollte jedoch zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegen, besteht die Gefahr, dass die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden und der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt wird. Dies kann dadurch verhindert werden, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung auf den Beschlusszeitpunkt hochgerechnet wird.

Eine Bekanntmachung der Girnghuber GmbH, dass sie den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG nach §§ 327a ff. AktG (aktienrechtlicher Squeeze Out) anstrebt, ist noch nicht erfolgt. Eine Bekanntmachung ist erst mit der für Mitte Mai 2021 vorgesehenen Einberufung der Hauptversammlung geplant. Der Zeitpunkt der Bekanntmachung ist jedoch nicht relevant, wie im folgenden Abschnitt erläutert wird.

2.3. Relevanz des Börsenkurses

Nach dem zuvor genannten Beschluss des BGH vom 12. März 2001 spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie dann nicht wider, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktlücke der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist.

Die Aktien der ERLUS AG sind seit dem Delisting zum 30. Juni 2016 weder zum Börsenhandel zugelassen noch auf Verlangen der Gesellschaft in den Freiverkehr einer Wertpapierbörse einbezogen, so dass über einen Zeitraum von fast fünf Jahren kein Handel der Aktie an einer Börse stattgefunden hat. Der vor dem Delisting beobachtbare Börsenkurs ist aus diesem Grund als nicht relevant für die Bemessung der Barabfindung einzustufen.

Nach dem Delisting der Aktie der ERLUS AG lag der Tagesschlusskurs der Aktie der ERLUS AG im außerbörslichen Handel der VALORA AG zwischen 44,00 EUR und 68,20 EUR. Vor dem Hintergrund, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der ERLUS AG je Aktie in Höhe von 96,99 EUR deutlich oberhalb dieser Aktienkurse liegt, kann es unseres Erachtens dahin gestellt bleiben, ob der Aktienkurs der ERLUS AG an der VALORA AG als relevant für die Bemessung der Barabfindung einzustufen ist oder nicht.

2.4. Festgesetzte Barabfindung

Entsprechend Abschnitt 7.2 des Entwurfs des Übertragungsberichtes der Girnghuber GmbH hat die Girnghuber GmbH die Barabfindung auf 96,99 EUR je Aktie der ERLUS AG festgesetzt. Die Barabfindung der Girnghuber GmbH basiert auf dem von der Bewertungsgutachterin nach

IDW S 1 ermittelten objektivierten Unternehmenswert der ERLUS AG zum Bewertungsstichtag 25. Juni 2021 in Höhe von 127.290 TEUR.

Im Rahmen unserer eigenen Bewertung auf Basis der als sachgerecht beurteilten Prämissen der Bewertung haben wir ebenfalls eine Ermittlung des Wertes vorgenommen, die diesen Wert bestätigt (vgl. Abschnitt C.II.1.10.).

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die angebotene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Sofern sich bis dahin wesentliche Grundlagen der Bewertung ändern, wäre eine Anpassung der ermittelten Barabfindung erforderlich.

Daher halten wir die festgelegte Barabfindung in Höhe von 96,99 EUR je Aktie für angemessen. Im Ergebnis besteht im Verhältnis zur Bewertungsgutachterin keine divergierende Auffassung zur Höhe der angemessenen Barabfindung.

D. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der Girnghuber GmbH, Marklkofen, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ERLUS AG, Neufahrn/NB, geprüft.

Wir geben nach §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG folgende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der ERLUS AG, Neufahrn/NB, von 96,99 EUR je Aktie angemessen.“

Düsseldorf, den 7. Mai 2021

Mazars GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft



Susann Ihlau
Wirtschaftsprüferin

ppa. Hendrik Duscha
Wirtschaftsprüfer

ANLAGEN

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
Ahrens GesmbH	Ahrens Schornsteintechnik GesmbH, Wieselburg / Österreich
AktG	Aktiengesetz
AktZ	Aktenzeichen
A/S	Aktieselskab (dänische Form der Aktiengesellschaft)
Aufl.	Auflage
B+L	B+L Marktdaten GmbH, Bonn
BGH	Bundesgerichtshof
BImSchV	Bundesimmissionsschutzverordnung
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg LP	Bloomberg LP, New York / USA
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Registerzeichen für Verfassungsbeschwerden
bzw.	beziehungsweise
CAGR	durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
Capital IQ	S&P Capital IQ, New York / USA
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
COVID-19	Coronavirus disease 2019
c.p.	ceteris paribus
ct.	Cent
DAX	Deutscher Aktien Index
DB	Der Betrieb, Zeitschrift
DCF	Discounted Cash-Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EBT	Earnings before taxes
EEG	Erneuerbare-Energien-Gesetz

ERLUS AG	ERLUS Aktiengesellschaft, Neufahrn/NB
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EU-EHS	EU-Emissionshandel
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
e.V.	eingetragener Verein
exkl.	exklusive
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FTE	Full time equivalent (Vollzeitäquivalent)
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
Girnghuber GmbH	Girnghuber GmbH, Marklkofen
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWh	Gigawattstunde
HRB	Handelsregister Abteilung B
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	Standard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ Stand 2. April 2008
IMF	International Monetary Fund
ImmoWertV	Immobilienwertermittlungsverordnung
Inc.	Incorporated
inkl.	inklusive
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit

KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
KStG	Körperschaftsteuergesetz
kWh	Kilowattstunde
LP	Limited Partnership
Ltd	Limited
MAZARS	Mazars GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf
mbH	mit beschränkter Haftung
Mio.	Million
MSCI	Morgan Stanley Capital International
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NB	Niederbayern
Nr.	Nummer
NV	Naamloze Vennootschap (niederländische Form der Aktiengesellschaft)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
PLC	Public Limited Company (irische Form der Aktiengesellschaft)
ppa.	per procura
rd.	rund
Rs.	Rechtssache
S.	Seite
SA	Société Anonyme (französische / belgische Form der Aktiengesellschaft)
sog.	sogenannte(r)
SpA	Società per azioni (italienische Form der Aktiengesellschaft)
S&P	Standard & Poor's
t	Tonnen
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
TEUR	tausend Euro
Tsd.	Tausend

Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.E.	unseres Erachtens
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
UW	Unternehmenswert
VALORA AG	VALORA EFFEKTEN HANDEL AG, Ettlingen
vgl.	vergleiche
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel

**Landgericht München I**Justizgebäude Lenbachplatz 7
80316 München**5 HK O 16767/20****Beschluss**

vom 15.12.2020:

1. Auf Antrag der

Girnghuber GmbH
Ludwig-Girnghuber-Straße 1
84163 Marklkofenbestellt 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
Frau Wirtschaftsprüferin Susann Ihlau
Bennigsen-Platz 1
40474 Düsseldorfzum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer von der Antragstellerin zu
gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der ERLUS Aktiengesellschaft mit Sitz
in Neufahrn/Niederbayern, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Regis-
tergericht – Landshut, HRB 401.

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

Gründe:Ein Hinderungsgrund für die Bestellung des als Abfindungsprüfer genannten Wirtschaftsprü-
fers ist nicht erkennbar, so dass dieser vom Gericht entsprechend der Anregung der Antrag-
stellerin aus den drei genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konn-
te.Dr. Krenek
Vorsitzender Richter
am Landgericht

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 berichtet 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.

(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 Berichtsaufwertigungen. Weitere Aufwertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte 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, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, 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.