
Bewertung des Kapitalwerts der
Minderheitsaktionäre (18,82%)
der Reply Deutschland AG zum
31. März 2013

22. Mai 2013

FINALE VERSION

Erstellt für Reply Deutschland AG
von Duff & Phelps B.V.

Inhaltsverzeichnis

01	Einleitung	4
	Auftrag	5
	Auftragsdurchführung	5
	Beherrschungsvertrag	6
02	Unternehmensbeschreibung und rechtliche Situation	7
	Überblick	8
	Unternehmensgeschichte	9
	Mitarbeiterstruktur	15
	Geschäftliche Entwicklung	15
03	Bewertungsmethode	19
	Überblick	20
	Discounted Cash Flow-Verfahren	20
	Marktwertverfahren	21
	Ertragswertverfahren gem. IDW S1	22
04	Kapitalisierungszinssatz	27
	Diskontsatz und DCF-Verfahren	28
	Diskontsatz und IDW S1-Verfahren	31
05	DCF-Verfahren	35
	Finanzplanung	36

06	Marktbewertungsverfahren	40
	Analyse des Börsenkurses der Aktien	41
	Barabfindung laut § 305 AktG	45
	Garantierte Dividende laut § 304 AktG	45
07	IDW S1 Ansatz	46
	Ertragswert	47
	Unternehmenssteuern	48
	Nachhaltige Gewinne	49
	Eigenkapitalwert	49
08	Schlussbemerkungen	51
09	Anlagen	53

Abschnitt 1

Einleitung

Auftrag

Mit Auftragsschreiben vom 27. Juli 2012 wurden wir von der Reply Deutschland AG ("Reply Deutschland") beauftragt, Bewertungen in Verbindung mit der Berechnung eines Umtauschverhältnisses zwischen der Reply Deutschland und der Reply S.p.A ("Parteien") in Bezug auf eine mögliche Transaktion zwischen den Parteien, wobei Reply S.p.A bereits 81.18% der Aktien an Reply Deutschland hält, zu ermitteln. Im engeren Sinne wurden wir gebeten, eine Einschätzung des Fair Value („FV“) von 100% der Stammaktien der Reply Deutschland zu ermitteln, ausgehend davon, dass keine Kontrollprämien oder Abschläge aufgrund von fehlender Marktfähigkeit zu berücksichtigen sind.

Wir haben unseren Auftrag nach den Grundsätzen des Instituts der Wirtschaftsprüfer - IDW ausgeführt, insbesondere nach dem des Fachausschusses IDW S 1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" (Stand 2. April 2008), mit Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008. In der Eigenschaft als neutraler Gutachter und entsprechend diesen Grundsätzen erstellten wir unsere Bewertung. Daher stellt der von uns errechnete Kapitalwert einen objektivierten Wert dar.

Auftragsdurchführung

Die Durchführung des Auftrages fand von August 2012 bis Mai 2013, hauptsächlich in unserem Büro in Amsterdam, statt.

Auf den nachfolgenden Unterlagen basierte unsere Bewertung:

- Jahresabschlüsse der Jahre 2007 bis 2012 der Reply Deutschland;
- Quartalsabschluss des 1. Quartals 2013;
- Gutachten von KPMG vom 13. April 2010;
- Gemeinsamer Bericht der Reply S.p.A und der Reply AG bezüglich des vorgeschlagenen Beherrschungsvertrages
- Business Plan 2013 -2016 der Reply Deutschland; und
- Finanzdatenbanken von Bloomberg und Capital IQ sowie weitere relevante Datenbanken.

Zusätzlich stellten uns die vom Mandanten genannten Kontakte weitere wichtige Informationen zur Verfügung.

Während des Bewertungsprozesses kamen keine bestimmten Probleme oder Schwierigkeiten im Sinne des § 293a Abs. 1 Satz 2 AktG auf.

Im Allgemeinen basiert unsere Bewertung auf den Unterlagen, die uns zu diesem Zweck zur Verfügung gestellt wurden. Wir haben diese genau geprüft, jedoch nicht im Sinne einer Jahresabschlussprüfung. Die Berechnungen bezüglich der Finanzplanung wurden von uns auf ihre Plausibilität hin geprüft und gemeinsam mit dem Vorstand der Reply Deutschland und anderen dafür verantwortlichen Mitarbeitern besprochen. Darüber hinaus berücksichtigten wir die aktuelle rechtliche und wirtschaftliche Lage, Kunden- und Lieferantensstrukturen sowie die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der letzten Jahre.

Der Vorstand der Reply Deutschland stellte uns eine Vollständigkeitserklärung aus, in der bestätigt wurde, dass alle notwendigen und für die korrekte

Erstellung dieser Bewertung wesentlichen Informationen vollständig und korrekt sind.

Beherrschungsvertrag

Am 9. Juni 2010 schloss die Reply Deutschland mit der Reply S.p.A. einen Beherrschungsvertrag ab, wonach die Unternehmensführung der Reply Deutschland der Leitung der Reply S.p.A. unterliegt. Demnach ist die Reply S.p.A. dazu ermächtigt, jederzeit Einblick in die Bücher und Geschäftsunterlagen der Reply Deutschland zu nehmen. Dieser Beherrschungsvertrag wurde auf unbestimmte Zeit geschlossen.

Im Wege der Unternehmensführung durch Reply S.p.A. verpflichtet sich diese, alle jährlichen Nettoverluste, die ansonsten während der Laufzeit dieses Vertrags entstehen würden, auszugleichen, sofern diese Verluste nicht durch Gewinnrücklagen ausgeglichen werden.

Reply S.p.A. versichert den Minderheitsaktionären der Reply Deutschland, eine feste Garantie-Dividende zu zahlen. Diese Dividende soll über EUR 0,45 pro Aktie lauten (EUR 0,53 vor Abzug der von Reply Deutschland gezahlten Unternehmenssteuer und Solidaritätszuschlag). Wenn es Reply Deutschland nicht möglich ist, die volle Summe zu zahlen, wird die Reply S.p.A. den Differenzbetrag zwischen EUR 0,45 und der von Reply Deutschland gezahlten Summe ausgleichen.

Bei Beendigung des Beherrschungsvertrags haben die Minderheitsaktionäre das Recht, ihre Aktien der Reply Deutschland für einen Gegenwert von EUR 8,19 an die Reply S.p.A. zu veräußern ("Abfindungszahlung"). Die Gültigkeit dieses Rechts ist begrenzt auf zwei Monate nach Beendigung des Beherrschungsvertrages..

Abschnitt 2

Unternehmensbe- schreibung und rechtliche Situation

Überblick

Reply Deutschland ist ein führender IT-Dienstleister, der Beratungs-, Integrations- und Outsourcing-Dienstleistungen für eine effiziente Unternehmenssteuerung erbringt. Für seine innovativen, flexiblen und verlässlichen Lösungen in Topqualität werden adaptive und agile IT-Plattformen genutzt und um kundenindividuelle Komponenten erweitert. Das ermöglicht den Kunden der Reply Deutschland eine Differenzierung im Markt und schafft nachhaltige Wettbewerbsvorteile. Zudem profitieren die Kunden der Reply Deutschland von fundierten Branchenkenntnissen und einer partnerschaftlichen Zusammenarbeit.

Reply Deutschland ist Teil des kontinuierlich starken und agilen Beratungs- und IT-Unternehmens Reply in Europa. Reply Deutschland steuert alle Aktivitäten innerhalb aller Reply Unternehmen in Deutschland. Die innovativen Unternehmen fokussieren sich unter dem Markendach auf die folgenden Themen:

- **Xuccess Reply** - bietet Beratungsdienstleistungen spezialisiert auf Banksteuerung und bankaufsichtsrechtliche Themen an, indem es Lösungen für komplexe technische und fachbezogene Probleme im Bereich des Bankenmanagements und des Reportings entwickelt. Seit 2001 befindet sich das Unternehmen im stetigen Wachstum und wurde Anfang 2007 Teil der Syskoplan Gruppe (Vorgänger der Reply Deutschland Gruppe).
- **4brands Reply CP** - dieses Unternehmen ist in der Konsumgüter- und Rechenzentrumsindustrie tätig. 4brands Reply bietet Unternehmen in der Konsumgüterindustrie umfassende Beratungsdienstleistungen für Geschäftsprozesse an, die nach dem ECR Prinzip entwickelt wurden sowie Software Implementierungen, die den Kunden bei der Erreichung nachhaltige Unternehmensziele unterstützen. 4brands Reply erstellt kundenindividuelle Gesamtlösungen durch die Integration von Softwarekomponenten von führenden Softwareherstellern wie SAP, Accenture CAS oder Microsoft.
- **Cluster Reply** - ist verantwortlich für die Microsoft Aktivitäten innerhalb der Reply Deutschland Gruppe und fokussiert auf Microsoft Business Intelligence, Sharepoint, CRM, Collaboration, Portale, Cloud Computing (Windows Azure), Applikationsentwicklung, Mobile Lösungen und Data Service und der Integration effizienter Online Tools und Services in die unternehmensweite IT-Plattform.
- **Macros Reply** - ist Spezialist für browserbasiertes Informations- und Dokumentenmanagement sowie für Archiv- und Postkorblösungen, insbesondere für Banken und Versicherungen. Schwerpunkt des Unternehmens sind innovative Lösungen, die effiziente Prozesse zur Sachbearbeitung von Dokumenten und Vorgängen ermöglichen. Auf dieser Basis erhalten die Macros Reply Kunden Lösungen für operative Prozesse, die unternehmensweit implementiert werden können.
- **Power Reply** - ist ein auf die Energie- und Versorgungsbranche

spezialisiertes Unternehmen der Reply Deutschland Gruppe mit dem vorrangigen Ziel, Kundenunternehmen durch innovative Lösungen und Dienstleistungen zur Steigerung der Prozesseffizienz bei der Optimierung ihrer IT-Investitionen zu unterstützen. Power Reply ist der ideale Partner für das Management der Wertschöpfungskette, professionelle Prozessberatung, effiziente Systemintegration sowie umfassendes Application Management.

- **Syskoplan Reply** - ist verantwortlich für das gesamte Geschäft rund um SAP Technologie innerhalb der Reply Gruppe. Die Geschäftseinheiten der Syskoplan Reply entwickeln und implementieren innovative IT-Lösungen basierend auf adaptiven und agilen SAP Plattformen, die sie mit kundenindividuellen Komponenten, die direkt auf den Wunsch der Kunden ausgerichtet sind, erweitert.
- **Twice Reply** - berät Medienunternehmen entlang ihrer gesamten Wertschöpfungskette: von der Entwicklung digitaler Strategien, über die kreative Ideenfindung bis hin zur technologischen Umsetzung. Als Bindeglied zwischen den Fachabteilungen und den IT-Abteilungen, unterstützt Twice Reply Veränderungs- und Innovationsprojekte in Medienunternehmen.
- **Xpress Reply** - ist auf die Unterstützung von kundenorientierten Prozessen im B2C-Umfeld spezialisiert. Xpress Reply unterstützt Handels- und Versandhandelsunternehmen bei der Implementierung von integrierten Softwarelösungen für das Multi-Channel-Geschäft.

Zusammen mit der Muttergesellschaft, der Reply S.p.A., bietet die Reply Deutschland ein umfangreiches und attraktives Angebotsportfolio. Die Vielfalt der Dienstleistungen, wie z. B. Cloud Computing, Web 2.0 oder soziale Netzwerke, bilden ein umfassendes Serviceangebot in Deutschland.

Zu den Kunden von Reply Deutschland zählen mittelständische und große Unternehmen sowie führende Industrieunternehmen, deren Fokus auf dem deutschsprachigen Markt liegt.

Laut den Konzernabschlüssen vom 31. Dezember 2012 (erstellt nach den International Financial Reporting Standards - IFRS) erzielte die Reply Deutschland im Jahr 2012 einen Umsatz von ca. EUR 59,2 Millionen.

Unternehmensgeschichte

Nachfolgend die wichtigsten Meilensteine in der Geschichte der Reply Deutschland:

1983

Im Mai gründet Dr. Manfred Wassel die syskoplan GmbH in Gütersloh, Deutschland. Das neugegründete Unternehmen spezialisiert sich auf IT-System- und Kommunikationsplanung und startet im Oktober desselben Jahres ihren Geschäftsbetrieb mit drei Angestellten. Von Beginn an ist das Geschäftsziel, bundesweit IT Projekte zu entwickeln. Noch im Gründungsjahr gewinnt syskoplan die Nixdorf Computer AG (heute Siemens Business Service GmbH & Co. OHG - SBS) als Kunden.

1987

Mit dem Ziel der langfristigen Zukunftssicherung des Unternehmens nimmt

syskoplan eine neue Gesellschaftsform an. Dr. Manfred Wassel und die Nixdorf Computer AG sind Hauptanteilseigner. Weitere Anteile liegen bei Dr. Jochen Meier als Mitglied der Geschäftsführung sowie bei Mitarbeitern der ersten Stunde.

1995

Mit der SAP AG („SAP“) wird eine strategische Entwicklungspartnerschaft geschlossen. Gemeinsam mit einem Anwender-Konsortium u. a. mit der IBM Deutschland GmbH und der Siemens AG, entsteht eine Lösung für die Software-Industrie. Hieraus entwickelt sich eine nachhaltige Zusammenarbeit.

1999

Im Oktober beginnt für syskoplan eine neue Dimension der Zusammenarbeit mit der SAP AG. Mitarbeiter von syskoplan sind im SAP-Partnerport vertreten, um gemeinsam mit SAP Softwarelösungen weiterzuentwickeln.

2000

Aus der syskoplan GmbH wird die syskoplan AG. Mit DG Private Equity wird ein weiterer renommierter Investor gewonnen.

Im November 2000 werden zum ersten Mal Aktien der syskoplan AG am Neuen Markt an der Frankfurter Börse gehandelt.

2001

syskoplan erhöht seinen Anteilsbesitz an dem cm4 Joint Venture („cm4“) auf 51% und wird somit Hauptanteilseigner. cm4 erhält vom internationalen Bertelsmann Buchclub einen Auftrag über 15 Millionen Euro mit einer Laufzeit von über drei Jahren. Die syskoplan AG wird als erstes deutsches Unternehmen von SAP als Anbieter von „mySAP.com Alliance Partner Service“ anerkannt.

Im Rahmen der strategischen Partnerschaft gründen die syskoplan AG und die Melitta Bentz GmbH & Co. KG die is4 IT-Services for Consumer Products & IT-Providers GmbH & Co. KG. Das neue Startup Unternehmen spezialisiert sich auf IT-Beratung und Projektmanagement für die Konsumgüterindustrie sowie auch weiterhin branchenübergreifend auf Rechenzentrumsdienstleistungen.

2002

Das von syskoplan und Melitta gegründete Tochterunternehmen beginnt am 1. Januar 2002 seinen Geschäftsbetrieb.

syskoplan übernimmt die übrigen 49% der Anteile der cm4 und wird somit alleiniger Anteilseigner.

2005

In der Phase des Aufschwungs in der IT-Branche entwickeln führende Softwarehersteller neue Unternehmensplattformen. syskoplan wird Teil der Entwicklung der SAP NetWeaver und der SAP Business Process Platform. Durch die Übernahme von Minderheitsanteilen an der Interactiv GmbH & Co. KG erhält syskoplan Zugang zu auf Mobiltelefon basierenden Kommunikationskanälen für Endkunden.

2006

Reply S.p.A. wird Hauptanteilseigner der syskoplan und beginnt mit dem internationalen Ausbau des Unternehmens.

syskoplan übernimmt die macrosInnovation GmbH, ein Unternehmen das spezialisiert ist auf IT-Lösungen zur Produktivitätssteigerung der Sachbearbeitung und Archivlösungen für Banken und Versicherungen. Diese Lösungen verbinden Dokumenten- und Knowledge Management mit

regelbasiertem Prozessmanagement.

2007

syskoplan übernimmt die Xuccess Consulting GmbH. Zum einen verstärkt die Übernahme der Xuccess Consulting GmbH die Kompetenzen der syskoplan Gruppe im Bereich von Finanzdienstleistungsunternehmen, zum anderen die Microsoft Aktivitäten, für die Xuccess Consulting bereits den Status eines Gold-Partners verdient hat. Ergänzend dazu erweitert die Übernahme syskoplans Angebotsportfolio hinsichtlich weiterer Technologielieferanten neben SAP.

2010

Anlässlich der Kress Awards 2010 in Hamburg wurde syskoplan der Preis für die beste Anwendung des Jahres 2010 in der Kategorie „Web/Mobiltelefon“ für die Sky Sport App, die von syskoplan im Auftrag von Sky Deutschland entwickelt wurde, verliehen. An der Einführung der Anwendung im deutschen iTunes Store waren drei Unternehmen des Konzerns beteiligt: syskoplan AG, bitmama und Open Reply. Diese haben ihre spezifischen Kompetenzen und ihre früheren Erfahrungen mit gleichartigen Projekten in den Bereichen SaaS (Software as a Service), Digital Communication und Mobile Architecture Content Delivery eingebracht.

2011

syskoplan firmiert um zu Reply Deutschland, um den Aufbau einer starken Reply-Marke in Europa zu unterstützen.

Rechtliche Grundlagen

Reply Deutschland ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Gütersloh, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Gütersloh unter HRB 3943. Die Geschäftsadresse ist Bartholomäusweg 26, 33334 Gütersloh.

Das Geschäftsjahr von Reply Deutschland beginnt am 1. Januar eines jeden Jahres und endet am 31. Dezember desselben Jahres.

Geschäftsgegenstand der Reply Deutschland ist:

- Allgemeine Unternehmensberatung, insbesondere System- und Kommunikationsplanung, IT-Organisationsberatung, Produktion, Verkauf und Betrieb eigener Software und der Software Dritter, Programmierungsarbeiten, IT-Training und -Schulung und Personalberatung.
- Reply Deutschland kann alle Geschäfte und Maßnahmen vornehmen, die mit dem Geschäftszweck zusammenhängen und geeignet erscheinen, den Geschäftsgegenstand zu fördern.
- Reply Deutschland ist dazu berechtigt, Niederlassungen im In- und Ausland zu errichten und Beteiligungen an Unternehmen im In- oder Ausland zu erwerben oder zu übernehmen, deren Geschäftsgegenstand dem unter Punkt 1 oben erläuterten entspricht.

Grundkapital

Das gezeichnete Kapital der Reply Deutschland beträgt zum 31. Dezember 2012 EUR 4.750.561 und ist aufgeteilt in 4.750.561 einzelne voll eingezahlte nennwertlose Stückaktien. Rechnerisch hat jede einzelne Inhaberaktie einen Anteil von EUR 1,00 am Grundkapital. Alle Aktien gewähren identische

Rechte, Vorzugsaktien werden nicht ausgegeben.

Genehmigtes Kapital

Auf der Jahreshauptversammlung am 28. Mai 2010 wurde die bestehende, jedoch noch nicht ausgeführte, Genehmigung des Vorstands einer Kapitalerhöhung bis zum 27. Mai 2015 verlängert und wie im Folgenden dargestellt ergänzt. Der Vorstand ist mit Genehmigung durch den Aufsichtsrat dazu berechtigt, das Grundkapital um bis zu EUR 2.367.029 zu erhöhen. Diese Berechtigung wurde 2012 nicht umgesetzt, so dass, unverändert zum Vorjahr, zum 31. Dezember 2012 EUR 2.367.029 genehmigtes Kapital verbleiben.

Eigene Aktien

Die Jahreshauptversammlung am 28. Mai 2010 ermächtigte den Vorstand, eigene Aktien von bis zu 10 % des zu diesem Tag bestehenden Grundkapitals von EUR 4.742.539 in Übereinstimmung mit § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zu erwerben. Diese Genehmigung gilt bis zum 27. November 2015. Gemeinsam mit anderen eigenen Aktien im Besitz des Unternehmens oder solchen, die dem Unternehmen gemäß § 71a ff. AktG zugeordnet werden können, dürfen die auf der Grundlage dieser Bewilligung erworbenen Aktien zu keiner Zeit 10 % des derzeitigen Grundkapitals des Unternehmens übersteigen (§ 71 AktG). Die Genehmigung darf vom Unternehmen nicht zum Zwecke des Handels mit eigenen Aktien verwendet werden. Zum 31. Dezember 2012 hält Reply Deutschland keine eigenen Aktien.

Vorstand und Aufsichtsrat

Vorstand

Derzeit besteht der Vorstand der Reply Deutschland aus folgenden Mitgliedern:

- Josef Mago (Chairman); and
- Dott. Flavia Rebuffat

Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der Reply Deutschland besteht aus sechs Mitgliedern, die von den Aktionären gewählt werden. Die derzeitigen Mitglieder des Aufsichtsrats sind:

- Dott. Mario Rizzante, Vorsitzender, Turin/Italien, Präsident der Reply S.p.A.,
- Dr. Niels Eskelson, stellvertretender Vorsitzender, Paderborn, Unternehmensberater,
- Dr. Stefan Duhnkrack, Hamburg, Rechtsanwalt, Heuking Kühn Lüer Wojtek,
- Dott. Daniele Angelucci, Turin/Italien, CFO der Reply S.p.A.,
- Dr. Markus Miele, Gütersloh, Geschäftsführender Gesellschafter der Miele & Cie. KG und

- Dott. Tatiana Rizzante, Turin/Italien, CEO der Reply S.p.A.

Struktur des Konzerns

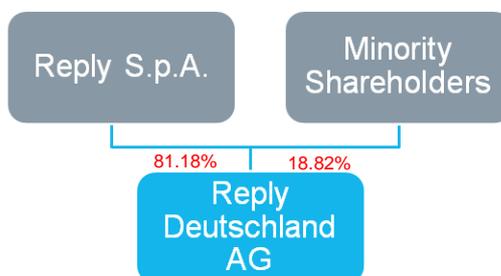
Reply Deutschland hält direkte oder indirekte Mehrheitsbeteiligungen an den folgenden Unternehmen und Partnerschaften:

No.	Tochtergesellschaft	Sitz	Anteil in %
1	Xpress Reply Gmbh & Go. KG	Gütersloh	100
2	Xpress Reply Verwaltungs-GmbH	Gütersloh	100
3	4brands Reply GmbH & Co. KG	Minden	51
4	4brands Reply Gverwaltung-GmbH	Minden	51
5	macros Reply GmbH	Munich	100
6	Cluster Reply GmbH & Co. KG	Munich	100
7	Cluster Reply Verwaltungs-GmbH	Munich	100
8	Xuccess Reply GmbH	Munich	100
9	Twice Reply GmbH	Düsseldorf	100
10	Syskoplan Reply GmbH	Küsnacht CH	100
11	Power Reply GmbH & Co. KG	Munich	100
12	Power Reply Verwaltungs-GmbH	Munich	100

Aktionärsstruktur

Am 20. Januar 2006 erwarb die Reply S.p.A. von der Siemens AG zusätzliche 7,31 % an Reply Deutschland. Reply S.p.A. hält derzeit 81,18 % der Stammaktien der Reply Deutschland.

Im Geschäftsjahr 2010 schloss Reply Deutschland einen Beherrschungsvertrag mit dem Hauptanteilseigner Reply S.p.A. ab, wonach die Geschäftsführung des Unternehmens der Kontrolle der Reply S.p.A. unterliegt. Im Austausch für diese Kontrolle ist Reply S.p.A. dazu verpflichtet, das Unternehmen für jeden Jahresfehlbetrag zu entschädigen der sich während der Laufzeit dieser Vereinbarung ergibt; weiterhin garantiert die Reply S.p.A., den Minderheitsaktionären des Unternehmens eine feste garantierte Dividende auszuzahlen. Am 14. April 2010 beschlossen der Vorstand der Reply S.p.A. und der Vorstand und Aufsichtsrat der Reply Deutschland den Abschluss eines Beherrschungsvertrags zwischen der Reply Deutschland als beherrschtes Unternehmen und der Reply S.p.A. als beherrschendem Unternehmen, gemäß dem die Reply S.p.A. über den Vorstand, der dem Vorstand der Reply S.p.A. Folge leisten wird, die operative Kontrolle über das Unternehmen ausüben kann.



Innovationen

Das Geschäft der Reply Deutschland beruht auf der Entwicklung innovativer Technologien. Der Schwerpunkt liegt insbesondere auf CRM, Business Intelligence, mobilen Lösungen, Cloud Computing und sozialen Medien.

CRM

Kundenbeziehungen haben für viele Unternehmen als wichtiger Gesichtspunkt neben dem Produkt stark an Bedeutung gewonnen. Die Analyse des gesamten Lebenszyklus der Kundenbeziehung hat Wege ermöglicht, das Kundenmanagement zu verbessern.

Reply Deutschland schafft integrierte Software-Lösungen, die auf die Anforderungen kundenzentrierter Unternehmen zugeschnitten sind und effektives und wirtschaftliches Kundenmanagement sicherstellen, einschließlich Kontroll- und Steuerungsinstrumenten. Eine Reihe erfolgreicher Projekte zeigt die Kompetenz bei komplexen Service-Strukturen und die Wirksamkeit bei der Optimierung von Kunden- und technischem Kundendienst.

Business Intelligence

Business Intelligence (im Folgenden „BI“ genannt) ist ein Schlagwort für den intelligenten Umgang mit Geschäftsdaten, um daraus Erkenntnisse zur Steuerung und Optimierung zu gewinnen. BI umfasst den gesamten Prozess von der Gewinnung von Daten bis zur Verwendung der Daten als Grundlage für Geschäftsentscheidungen und unternehmensweite Planungs- und Steuerungsaufgaben.

Reply Deutschland unterstützt Unternehmen beim Aufbau und bei der Realisierung innovativer BI-Anwendungen. Dies beinhaltet Fragen der technischen und fachlichen Konzeption, der Realisierung und des Betriebs der Anwendungen. Reply Deutschland untersucht auch Auswertungsmöglichkeiten und die Performance-Optimierung großer Datenmengen in Bezug auf die Akzeptanz durch Endnutzer. Reply Deutschland hat seine Kompetenz, ergebnisorientierte Planungs- und Steuerungssysteme zu realisieren in zahlreichen Projekten demonstriert. Diese Leistungsfähigkeit beruht sowohl auf dem Verständnis der fachlichen Logik, der zugrundeliegenden Business-Prozesse als auch der Kenntnis um die Möglichkeiten der Anwendung moderner Business Intelligence-Werkzeuge führender Anbieter.

Mobile Lösungen

Mobile Lösungen schaffen neue Kommunikationskanäle zum Kunden und können dabei helfen, die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens zu stärken und die Marktstellung auszubauen.

Reply Deutschland besitzt Erfahrung in der Entwicklung mobiler Lösungen für iPad, iPhone und Android, die den Ausgangspunkt zur Mobilisierung des gesamten Unternehmens bilden können.

Cloud Computing

Cloud Computing ist ein weiterer wichtiger Bestandteil für die Entwicklung von IT-Systemen, um die flexible, bedarfsbasierte Nutzung von IT-Services zu ermöglichen. Diese Dienste werden in Echtzeit über das Internet bereitgestellt und nach Nutzung abgerechnet.

Reply Deutschland bietet End-to-End-Dienstleistungen für das Cloud

Computing, von strategischer Beratung und Auswahl des am besten geeigneten Modells über den Aufbau und die Integration maßgeschneiderter Plattformen und Anwendungen bis zu deren Betrieb, falls gewünscht. Das italienische Mutterunternehmen hat seine eigene Unternehmens-Cloud aufgebaut, um den Kunden eine schnelle Umsetzung dieser neuen Technologie zu ermöglichen. Eine Reihe von Reply-Anwendungen für Bereiche wie Logistik und soziale Netzwerke sind in der Cloud als On-Demand-Service erhältlich.

Partnerschaften mit verschiedenen wichtigen Händlern wie Amazon, Google und Microsoft erlauben Reply Deutschland, die beste Lösung, d. h. das geeignete Cloud-Modell und die Technologie, zu finden.

Soziale Medien

Die Verwendung sozialer Medien ist in den letzten Jahren erheblich beliebter geworden und erfreut sich steigender Nutzerzahlen. Soziale Unternehmensnetzwerke eröffnen neue Möglichkeiten der Zusammenarbeit für Unternehmen und nutzen unstrukturiertes, dezentrales Wissen.

Reply Deutschland bietet flexible Lösungen für soziale Medien an, die Geschäftsprozesse vereinfachen, Zusammenarbeit und Innovationen fördern und Beziehungen zu möglichen und bestehenden Kunden verbessern.

Mitarbeiterstruktur

2012 waren durchschnittlich 394 Mitarbeiter im Unternehmen beschäftigt, davon 34 im Bereich Beratung, 284 in der System-Integration, 27 im Bereich Managed Services und 49 in der Hauptverwaltung des Unternehmens.

Geschäftliche Entwicklung

Die folgende Tabelle bietet einen Überblick über die Entwicklung der Vermögenswerte der Reply Deutschland auf Basis geprüfter IFRS-Konzernabschlüsse für die Jahre 2009 bis 2012.

Konzernbilanz

Aktiva	2009	2010	2011	2012
<i>In TEUR</i>				
Langfristige Vermögenswerte				
Geschäfts- oder Firmenwert	10,961	10,171	10,159	10,159
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	319	85	50	196
Sachanlagen	4,956	3,851	3,599	1,978
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	2,441	2,694	7,828	7,308
Latente Steuern	312	115	635	946
Summe langfristige Vermögenswerte	18,989	16,916	22,271	20,587
Kurzfristige Vermögenswerte				
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Vermögenswerte	9,069	11,932	11,845	14,712
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	562	356	344	300
Ertragsteuererstattungsansprüche	1,359	981	685	253
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	649	633	786	612
Guthaben bei Kreditinstituten und Kassenbestand	19,896	21,950	16,151	15,309
Summe kurzfristige Vermögenswerte	31,535	35,852	29,811	31,186
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte				2,471
Bilanzsumme	50,524	52,768	52,082	54,244
Passiva				
Eigenkapital				
Gezeichnetes Kapital	4,731	4,746	4,751	4,751
Kapitalrücklage	19,106	19,218	19,251	19,251
Gewinnrücklage	5,418	6,505	7,422	6,031
Rücklage für Cash Flow Hedges	(31)	(38)	-	-
Eigene Aktien	(8)	(2)	-	-
Eigenkapital Anteilseigner der Reply Deutschland AG	29,216	30,429	31,424	30,033
Anteile von Minderheiten am Eigenkapital	118	25	27	30
Eigenkapital der Anteilseigner des Mutterunternehmens	29,334	30,454	31,451	30,063
Langfristige Verbindlichkeiten				
Anteile anderer Anteilseigner am Kommanditkapital von Tochtergesellschaften	2,889	2,665	2,860	2,800
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1,093	978	863	-
Pensionsverpflichtungen	2,396	2,487	3,226	4,300
Rückstellungen	1,172	988	701	532
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	642	239	251	420
Summe langfristige Verbindlichkeiten	8,192	7,357	7,901	8,052
Kurzfristige Verbindlichkeiten				
Rückstellungen	754	984	672	702
Steuerverbindlichkeiten	572	295	498	559
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	115	115	115	-
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,260	2,490	2,435	4,112
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	7,264	4,405	5,017	5,509
Sonstige Verbindlichkeiten	3,033	6,668	3,992	4,315
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	12,998	14,957	12,729	15,197
Summe Verbindlichkeiten	21,190	22,314	20,630	23,249
Zur Veräußerung gehaltene Schulden				932
Bilanzsumme	50,524	52,768	52,082	54,244

Die Konzernbilanzsumme der Reply Deutschland erhöhte sich im letzten Jahr um 4,2 % auf EUR 54,2 Mio. Die kurzfristigen Vermögenswerte beliefen sich auf 57,5 % der Bilanzsumme. Die sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte verringerten sich auf EUR 0,6 Mio.

Zum Jahresende 2012 beliefen sich die langfristigen Vermögenswerte auf EUR 20,6 Mio. verglichen mit EUR 22,3 Mio. zum Jahresende 2011. Dieser Rückgang ist im Wesentlichen auf die Umgliederung bestimmter Vermögenswerte zu zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten zurückzuführen. Diese machten 4,6 % der Bilanzsumme aus.

Der Geschäfts- oder Firmenwert blieb dementsprechend unverändert bei EUR 10, 2 Mio. Die erforderliche jährliche Werthaltigkeitsprüfung ergab keine Notwendigkeit einer Abschreibung. Bezogen auf die Summe der Aktiva betrug der Geschäfts- oder Firmenwert 2012 18,7 %.

Die sonstigen langfristigen finanziellen Vermögenswerte setzen sich überwiegend aus Beteiligungen, Wertpapieren, einem Darlehen an Reply, S.p.A. und Forderungen aus Lebensversicherungspolice zusammen. Sie wurden zum beizulegenden Zeitwert bewertet.

Bei den Passiva stiegen die langfristigen Verbindlichkeiten von EUR 7,9 Mio. im Jahr 2011 auf EUR 8,1 Mio. in 2012, was auf die Erhöhung der Pensionsverpflichtungen zurückzuführen ist. Aufgrund des neuen IAS 19, der eine Darstellung der Pensionsverpflichtungen mit den leistungsorientierten Versorgungsverpflichtungen erfordert, hat das Unternehmen die Pensionsverpflichtungen in der Bilanz angepasst. Die langfristige Rückstellung sank um EUR 0,2 Mio., überwiegend aufgrund der verringerten Verbindlichkeiten für Altersteilzeit. Die langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sanken um EUR 0,9 Mio.

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten stiegen um 19,4 % von EUR 12,7 Mio. auf EUR 15,2 Mio. Dieser Anstieg ist überwiegend auf die Erhöhung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von EUR 2,4 Mio. auf EUR 4,1 Mio. zurückzuführen, die sich größtenteils aufgrund der gestiegenen Anzahl an Freiberuflern erhöhten.

Die folgende Tabelle gibt einen zusammengefassten Überblick über die Ertragslage der Reply Deutschland, auf Basis geprüfter IFRS-Konzernabschlüsse für die Jahre 2009 bis 2012.

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

In TEUR

	2009	2010	2011	2012
Umsatzerlöse	55,050	60,174	58,521	59,225
Kosten der Umsatzerlöse	(40,409)	(42,620)	(41,969)	(46,093)
Bruttoergebnis	14,641	17,554	16,552	13,132
Bruttogewinnspanne	26.6%	29.2%	28.3%	22.2%
Betriebskosten	(11,434)	(12,258)	(10,453)	(9,433)
EBITDA	3,207	5,296	6,099	3,699
Abschreibungen:				
Abschreibungen auf Sachanlagen	(1,272)	(1,431)	(871)	(873)
Abschreibungen immaterielle Vermöge	(352)	(236)	(79)	(56)
EBIT	1,583	3,629	5,149	2,770
Finanzergebnis	(6)	11	(682)	(260)
Ergebnis vor Steuern	1,577	3,640	4,467	2,510
Ertragsteuern	1,099	1,391	1,028	1,100
Jahresergebnis	478	2,249	3,439	1,410

Reply Deutschland beendete das Geschäftsjahr 2012 mit einem konsolidierten Umsatz von EUR 59,2 Mio., einem leichten Anstieg verglichen mit EUR 58,5 Mio. im Jahr 2011 (+1,2 %).

Die Umsatzkosten stiegen 2012 um 9,8 % auf EUR 46,1 Mio., während die durchschnittliche Anzahl an Vollzeitmitarbeitern um 2 % sank. Das Bruttoergebnis lag 2012 bei EUR 13,1 Mio. und folglich 20,7 % unter dem Vorjahreswert. Die Bruttogewinnspanne verringerte sich auf 22,2 % verglichen mit 28,3 % im Vorjahr.

Die Vertriebs- und Marketingkosten sanken leicht um 3,8 % auf EUR 5,7 Mio. Mit EUR 6,5 Mio. lagen die Verwaltungskosten leicht über dem Wert des Vorjahres von EUR 6,3 Mio.

Die Ergebnissituation der Reply Deutschland verschlechterte sich im Jahr 2012 im Wesentlichen aufgrund einer schlechten ersten Jahreshälfte. Die EBITDA-Marge verringerte sich stark von 10,4 % im Jahr 2011 auf 6,2 % im Jahr 2012.

Die Abschreibungen betragen 2012 TEUR 929, und somit etwas weniger als im letzten Jahr.

Das EBIT verringerte sich um 46,2 % auf EUR 2,8 Mio. im Jahr 2012.

Der Steuersatz lag 2012 bei 44 %. Der überdurchschnittlich hohe Steuersatz ergibt sich durch einige Sondereffekte. Der größte Effekt basierte auf den Auswirkungen durch latente Ertragsteueransprüche, die für permanente Differenzen aus Forderungsverzicht gebucht wurden. Der zweite Grund für den untypischen Steuersatz ist die Darstellung von „Aufwendungen aus der Neubewertung von Ausgleichsverpflichtungen und der Zuordnung von Einnahmen zum Minderheitsgesellschafter bei Kommanditgesellschaften“ im Ergebnis vor Steuern. Auf diese Minderheiteneffekte müssen keine Körperschaftsteuern berechnet werden. Ohne die Sondereffekte hätte der Steuersatz 30,6 % betragen.

Das Ergebnis für das Jahr 2012 beträgt EUR 1,4 Mio., dies entspricht einem Rückgang von 59,0 % gegenüber dem Vorjahr 2011.

Bewertungsmethode

Überblick

Bei der Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts des Eigenkapitals der Reply Deutschland haben wir die folgenden Bewertungsmethoden berücksichtigt: das Discounted Cash Flow-Verfahren ("DCF-Verfahren"), das Marktwertverfahren und das Ertragswertverfahren gemäß IDW S1, wobei die ersten zwei Verfahren am besten als internationale Bewertungsmethoden beschrieben werden können, wohingegen das letzte das offizielle deutsche Bewertungsverfahren ist. In diesem Abschnitt werden die Verfahren und Methoden dieser Bewertungsverfahren bei der Bewertung des beizulegenden Zeitwerts des Eigenkapitals des Unternehmens zum 31 März 2013 (Bewertungsstichtag) dargestellt. Zu beachten ist, dass der Schwerpunkt unserer Bewertungsanalyse zu allererst auf der Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts von 100 % des Eigenkapitals der Reply Deutschland liegt, und keine Kontrollprämie oder ein Nachlass für mangelnde Marktfähigkeit angenommen wurde; dementsprechend wird der beizulegende Zeitwert von 18,82 % des Eigenkapitals direkt als 18,82 %-iger Anteil des gesamten beizulegenden Zeitwerts ermittelt. Darüber hinaus haben wir auch stets den beizulegenden Zeitwert jeder Stückaktie ermittelt.

Discounted Cash Flow-Verfahren

Der Unternehmenswert der Reply Deutschland wurde auf konsolidierter Basis mit Hilfe des DCF-Verfahrens ermittelt. Zunächst haben wir den Unternehmenswert geschätzt, der im Allgemeinen der Wert des gesamten in die Geschäftstätigkeit des Unternehmens investierten Kapitals ist oder das eingesetzte Kapital ohne überschüssige liquide Mittel. Das investierte Kapital ist die Summe der Cash Flows aus dem Betriebsvermögen und den betrieblichen Verbindlichkeiten der Reply Deutschland, beispielsweise Nettoumlaufvermögen, Sachanlagen und sonstigem Nettobetriebsvermögen oder betriebsfremden Vermögen. Daraufhin haben wir überschüssige liquide Mittel (sog. Excess-Cash) addiert und Anteile von Minderheiten am Eigenkapital vom Unternehmenswert abgezogen, um den beizulegenden Zeitwert des Eigenkapitals der Reply Deutschland, wie in Anlage 1.1 ersichtlich, zu erhalten. Unsere Gespräche mit der Geschäftsführung und Analysen bestimmter von der Geschäftsführung angefertigter finanzieller Annahmen und Hochrechnungen stellten die Grundlage für unsere Bewertung dar.

Die Anwendung des DCF-Verfahrens erforderte Prognosen von Umsatzerlösen, Aufwendungen sowie Nettoumlaufvermögen und Anforderungen an Investitionskosten über einen separaten Zeitraum, um den von der Reply Deutschland erzeugten sogenannten freien Cash Flow zu ermitteln. Zusätzlich dazu wurden Annahmen bezüglich der sogenannten Ewigen Rente (der Wert am Ende des Detailplanungszeitraumes) getroffen.

Basierend auf den Gesprächen mit der Geschäftsführung haben wir die folgenden Anpassungen am operativen Ergebnis nach Steuern vorgenommen, um den freien Cash Flow aus dem operativen Betrieb der Reply Deutschland im Prognosezeitraum zu ermitteln:

- Veränderungen im Bedarf an Nettoumlaufvermögen haben wir berücksichtigt,
- Investitionskosten (Capex) und Abschreibungskosten der Reply Deutschland haben wir vorausberechnet.

Der Barwert der Ewigen Rente stellt die Summe dar, die ein Investor heute für

die Rechte am Cash Flow des Unternehmens für alle auf das letzte Jahr des Detailplanungszeitraumes folgenden Jahre zahlen würde.

Mit der Geschäftsführung haben wir die entsprechenden Annahmen für Umsatzwachstum und Gewinnmarge im Anschluss an den Detailplanungszeitraum besprochen, um einen eingeschwungenen Zustand der Gesellschaft abzubilden. Insbesondere wurde in der Ewigen Rente eine nachhaltige Wachstumsrate der Cash Flows berücksichtigt und kapitalisiert. Der daraus resultierende Cash Flow wurde unter Berücksichtigung der Diskontierungszinssatz kapitalisiert (siehe Abschnitt 4.0 zu Ausführungen zur Ableitung des Diskontierungszinssatzes) nach Abzug der nachhaltigen Wachstumsrate. Der sich daraus ergebende Barwert wurde sodann mit dem Barwertfaktor des letzten Jahres des Detailplanungszeitraumes auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Diese Methode zur Bestimmung des Barwertes der Ewigen Rente unterstellt, dass der freie Cash Flow am Ende des Prognosezeitraums ein normales Niveau erreicht hat und danach um die langfristige jährliche Wachstumsrate wachsen wird.

Die diskontierten Cash Flows des Detailplanungszeitraums wurden dann dem Barwert der Ewigen Rente hinzugefügt, um den operativen Unternehmenswert von Reply Deutschland zu erhalten.

Wo zutreffend wurde das nicht-betriebsnotwendige Vermögen dem operativen Unternehmenswert der Reply Deutschland hinzugerechnet, um einen Anhaltspunkt für den Gesamt-Unternehmenswert zu erhalten. Daraufhin haben wir die Nettoverschuldung und die Minderheitenanteile vom Gesamt-Unternehmenswert abgezogen, um den geschätzten beizulegenden Zeitwert des Eigenkapitals zu erhalten. Die Nettoverschuldung der Reply Deutschland besteht ausschließlich aus überschüssigen liquiden Mitteln (sog. Excess-Cash), was eine negative Nettoverschuldung bedeutet. Diese Berechnungen können folgendermaßen zusammengefasst werden:

- Unternehmenswert = Barwert der Cash Flows des Detailplanungszeitraumes plus Barwert der Ewigen Rente
- Gesamt-Unternehmenswert = Unternehmenswert plus/minus nicht-betriebsnotwendiges Vermögen (netto); und
- Eigenkapital = Gesamt-Unternehmenswert minus Nettoverschuldung und Minderheitenanteile.

Marktwertverfahren

Für die Bewertung von Unternehmen und Geschäftsanteilen kann eine Orientierung an börsennotierten Vergleichsunternehmen herangezogen werden. Die Bewertung basiert dabei auf Kapitalmarktdaten. Diese Methode ermittelt den beizulegenden Zeitwert eines Unternehmens anhand von Unternehmenswert-Multiplikatoren von Unternehmen, die vergleichbar mit Reply Deutschland sind.

Für Reply Deutschland haben wir eine Reihe von Vergleichsunternehmen mit ähnlicher Geschäftstätigkeit identifiziert. Die betrachteten EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren (sofern zutreffend) wurden anhand der Finanzdaten der letzten zwölf Monate und der prognostizierten Finanzdaten für 2013 der Vergleichsunternehmen zum Bewertungsstichtag berechnet.

Die Anwendung der ausgewählten Multiplikatoren ergab die in Anlage 2.1 dargestellten Angaben zum Unternehmenswert für Reply Deutschland. Daraufhin haben wir anhand der verschiedenen Umfänge der Multiplikatoren den Durchschnitt der Ergebnisse errechnet, um den entsprechenden Unternehmenswert-Bereich für Reply Deutschland zu erhalten (basierend auf Marktfähigkeit und Minderheitenanteilen). Anschließend haben wir das nicht-betriebsnotwendige Vermögen, Nettoverschuldung und Minderheitenanteile vom Unternehmenswert abgezogen, um den beizulegenden Zeitwert des Eigenkapitals der Reply Deutschland zu erhalten.

Das Marktwertverfahren wurde nicht als eigenständiges Bewertungsverfahren genutzt, sondern vielmehr, um die Plausibilität unserer Schlussfolgerungen aus dem Ertragswertverfahren zu überprüfen.

Ertragswertverfahren IDW S1

gem. Laut aktueller Rechtsprechung und allgemeiner Bewertungspraxis, mit welcher die unten beschriebene Bewertung auch in Einklang steht, müssen der Betrag für eine angemessene garantierte Dividende unter § 304 AktG und der Betrag für einen angemessenen Ausgleich auf der Basis eines objektivierten Kapitalwertes ermittelt werden. Ein objektivierter Kapitalwert stellt einen Barwert (zwischen den Parteien zu bestätigen) von zukünftigen Einnahmen eines Unternehmens aus der Perspektive eines Eigentümers dar, unter der Annahme, dass das Unternehmen in der Zukunft auf Basis der vorhandenen Unternehmensstrategie fortgeführt wird.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seinem Urteil vom 27. April 1999 entschieden, dass bei der Berechnung einer garantierten Dividende gemäß § 304 AktG der Börsenwert auch mit einbezogen werden muss (1 BvR 1613/94).

Ertragswerte

In der Wirtschaftstheorie, Bewertungspraxis und der aktuellen Rechtsprechung ist allgemein akzeptiert, dass das Ertragswertverfahren ein angemessenes Verfahren ist, ein Unternehmen zu bewerten.

Laut IDW S1, Abs. 2.1 und unter Anwendung der Kapitalwertmethode kann der Wert des Unternehmens auf Basis der Ertragswertmethode oder auf Basis des Discounted-Cashflow-Verfahrens bestimmt werden nach den Grundsätzen des Fachausschusses IDW S 1 (z.B. die Steueraspekten und die Determinanten des Diskontsatzes). Bei der vorliegenden Bewertung wurde der Wert des Unternehmens auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelt. Nichtsdestotrotz, solange die gleichen Annahmen verwendet werden, erhält man mit beiden Methoden übereinstimmende Werte. Daher haben wir von einer Bewertung, nach den Deutschen Grundsätzen, mittels der Discounted Cash Flow-Methode abgesehen. Die vorher besprochen DCF-Verfahren beziehen sich auf Internationalen Grundsätzen, deswegen berücksichtigen sie nicht die deutsche Gesetzgebung.

Gemäß dem Ertragswertverfahren werden finanzielle Vorteile für Anteilseigner in jedem Planjahr geschätzt. Die finanziellen Vorteile werden in einen Barwert umgerechnet, indem ein Diskontzinssatz angewendet wird, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert (vgl. IDW S1, Abs. 2.1).

Finanzielle Vorteile für Anteilseigner müssen durch solche Positionen angemessen repräsentiert werden, z. B. also zukünftige Dividende oder Formen von Gewinnen oder Zahlungsströmen. Daher erfordert eine Unternehmensbewertung die Vorausberechnung der finanziellen Vorteile für Anteilseigner unter Beachtung der Richtlinien zur Gewinnthesaurierung des Unternehmens. Diese Beträge können zur Investition, zur Tilgung von Fremdkapital oder zur Rückführung von Eigenkapital verwendet werden (vgl. IDW S1, Abs. 4.4.1.1.). Dabei sind die Nebenbedingungen der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit und der Finanzierung der Ausschüttungen zu beachten (IDW S1, Abs. 4.4.1.1.).

Gemäß IDW S1 müssen die diskontierten Überschüsse des Unternehmens grundsätzlich aus Sicht der Anteilseigner bestimmt werden.

Bei der Berechnung eines objektivierte Kapitalwerts, muss unter Berücksichtigung der dokumentierten Unternehmensstrategie die Ausschüttung des verfügbaren finanziellen Nettogewinns betrachtet werden. Wenn die Finanzplanung in zwei Phasen gegliedert ist, gibt das Budget selbst alle Dividendenausschüttungen und die Verwendung von einbehaltenen Gewinnen in der ersten Phase an (die so genannte "Detailplanungsphase"). Im Rahmen der zweiten Phase (die sogenannte Fortschreibungsphase) wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. Zum Zwecke der Berechnung, wie einbehaltene Gewinne reinvestiert werden können, wird angenommen, dass die Beträge entweder einen Betrag, der dem Diskontzinssatz entspricht, ergeben (vor Steuern auf Überschüsse auf Unternehmensebene), und dass sichergestellt wird, dass der Nennwert dem aktuellen Nettobarwert entspricht, oder im Wert einem fiktiven Wert entspricht, mit dem diese einbehaltenen Überschüsse direkt den Anteilseignern zugeschrieben werden, die letztendlich von Kursgewinnen profitieren würden (siehe IDW S1, Absatz 4.4.2.3.). Aus diesem Grund enthält der angenommene Nettogewinn der Anteilseigner für diesen Bericht die Ausschüttungen die tatsächlich an sie gezahlt werden müssen, sowie die einbehaltenen Überschüsse, die ihnen direkt zugeschrieben werden.

Da ein Kapitalwert aus Sicht des Unternehmenseigners berechnet wird, müssen die persönlichen Einkommenssteuern der Anteilseigner auf alle ihnen vom Unternehmen gezahlten Ausschüttungen sowie der realisierte Kurswertanstieg (ihnen durch einbehaltenen Überschüsse zugeschrieben) berücksichtigt werden. Bei der Bewertung deutscher Kapitalgesellschaften, muss berücksichtigt werden, dass seit 2009 Zinseinkünfte und Ausschüttungen einer nominalen Steuer von 25 % plus Abgeltungssteuer unterliegen, und dass dies unabhängig ist von der individuellen Situation des Anteilseigners. Dasselbe gilt für realisierte Kursanstiege für Übernahmen ab 1. Januar 2009. Aufgrund des Unterschieds zwischen dem Zeitpunkt des Anfallens und der Realisierung des Kursanstiegs, bestehen Unterschiede bei der effektiven Steuerlast. Die effektive Steuerlast für Zinsen und Ausschüttungen ist für gewöhnlich die nominale Steuerlast. Im Gegensatz dazu hängt die effektive Steuerlast auf einbehaltene Überschüsse, denen Anstiege zugeschrieben werden, vom Zeitpunkt der Realisierung des Anstiegs ab. Sie wird geringer je länger der Anteil vom Anteilseigner gehalten wird. Anteilseigner versuchen daher, die effektive Steuerlast auf Kursanstiege gering zu halten, indem sie den Anteil möglichst lange halten. Wenn angenommen wird, dass ein Anteil für eine lange Zeit gehalten und der entsprechende Abzinsungseffekt beachtet

wird, bedeutet dies eine deutlich reduzierte effektive Steuerlast verglichen mit der nominalen Steuerlast von 25 % zuzüglich Abgeltungssteuer, für Veräußerungsgewinne, bei denen hier davon ausgegangen wurde, dass sie eine standardmäßige Hälfte der nominalen Steuerlast zuzüglich Abgeltungssteuer ausmachen.

Entsprechend der vorherrschenden Meinung in der aktuellen Rechtsprechung und unter Betriebswirtschaftsakademikern, wurde das Unternehmen auf einer "Stand-Alone-Basis" bewertet, was bedeutet, dass alle positiven und negativen Synergieeffekte, die erst erzielt werden können, sobald der Beherrschungsvertrag geschlossen wurde, nicht beachtet wurden. Dasselbe gilt für jegliche Investitionen und Desinvestitionen sowie andere Maßnahmen, die nur durchführbar wären, wenn der Beherrschungsvertrag gelten würde.

Sonderposten

Alle Posten, entweder vollständig oder teilweise, die nicht im Rahmen der Diskontierung von Überschüssen Berücksichtigung finden, müssen als Sonderposten separat bewertet und zu den diskontierten Überschüssen hinzugerechnet werden, um den Kapitalwert des Unternehmens zu bestimmen. Nicht nur nichtbetriebliche Vermögensposten sondern auch bestimmte Finanzvermögensposten und Steuereffekte werden unter diesen sogenannten Sonderwerten zusammengefasst. Nichtbetriebliche Vermögenswerte sind all jene Vermögenswerte, die veräußert werden können, ohne dass dadurch das laufende Geschäft des Unternehmens beeinträchtigt wird.

Liquidationswert und Nettovermögenswert

Sollte es für das Unternehmen einen größeren Vorteil darstellen, die Vermögenswerte und / oder Geschäftseinheiten zu veräußern, statt deren Betrieb fortzuführen, muss die Summe des Nettoerlöses, der durch die Veräußerung erzielt werden kann, sprich der Liquidationswert, als angemessene Wertangabe betrachtet werden.

Für Auswertungszwecke haben wir von der Bestimmung des Liquidationswertes abgesehen. Erstens wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen den Betrieb auf unbestimmte Zeit fortführt. Zweitens wird davon ausgegangen, dass aufgrund der Kosten in Zusammenhang mit Liquidationen (z. B. Sozialpläne, Kompensationszahlungen) die diskontierten Überschüsse höher sind als ein möglicher Liquidationswert.

Die Verwendung des Kostenverfahrens zur Bestimmung des Nettovermögenswerts entspricht dem Wert des Unternehmens auf Basis der aktuellen Kosten zur Nachbildung dieses Unternehmens. Dieses Verfahren hat den Nachteil, dass immaterielle Vermögenswerte nicht einbezogen werden, und dass durch das alleinige Maß der Kosten für gewöhnlich keine angemessene Wertangabe des Unternehmens gemäß dem Going-Concern-Prinzip erreicht wird. Daher haben wir den Nettovermögenswert nicht mit einbezogen.

Börsenkurs der Aktien

Da die Aktien von Reply Deutschland an verschiedenen Börsen gehandelt

werden, kann der Kapitalwert von Reply Deutschland anhand der Marktkapitalisierung des Unternehmens bestimmt werden, d. h. anhand des Börsenkurses der Aktion multipliziert mit der Anzahl umlaufender Anteile. Jedoch sprechen mehrere Argumente gegen die Verwendung der Marktkapitalisierung als Wertindikator eines Unternehmens.

Der Börsenkurs einer Aktie unterliegt vielen Faktoren wie bspw. der Größe oder Begrenztheit des Marktes, zufälligen Börsenumsätzen sowie spekulativen und/oder anderen externen Einflüssen. Daher unterliegt der Kurs unvorhersehbaren Marktschwankungen und -entwicklungen.

Die Verwendung der Marktkapitalisierung kann die Bewertungsanalyse auf Basis der oben beschriebenen Prinzipien nicht ersetzen, wenn für eine solche Bewertungsanalyse eine umfassendere und tiefer greifende Informationsbasis als der Kapitalmarkt erforderlich ist, und wenn sie Argumente auf Basis des Kapitalmarkts bei der Wertbestimmung enthält. Die in diesem Bericht vorgelegte Bewertungsanalyse verwendet eine historische Analyse und zukünftige Finanzinformationen in einem Detailgrad, der nicht öffentlich verfügbar ist.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seinem Urteil vom 27. April 1999 (Akte Nr. 1 BvR 1613/94) beschlossen, dass der Börsenkurs einer Aktie den Mindestwert bei der Bestimmung des Unternehmenswerts unter bestimmten Umständen repräsentiert (z. B. Barabfindungen und garantierte Ausschüttungen gemäß Absätze 304, 305, 320b oder 327 a bis f ff. des deutschen Aktiengesetzes [AktG]). Laut der Meinung des Bundesverfassungsgerichts ist die Bedingung, den Börsenkurs mit einzuschließen, nicht alleinig für die Festlegung einer angemessenen Abfindung gültig. Es gibt laut Gesetz keine Einwände gegen eine Abfindung, die höher ist als der Börsenkurs pro Aktie. Gleichermaßen gibt es nachvollziehbare Gründe für eine Abfindung, die unter dem Börsenpreis liegt.

Details bezüglich der Entwicklung und der Signifikanz des Börsenwerts der Aktien von Reply Deutschland entnehmen Sie bitte Abschnitt 6.

Analyse der Ertragskraft und Ableitung zukünftiger Erträge

Zwar können Finanzprognosen in der heutigen, unsicheren Welt ungenau sein, jedoch müssen die Annahmen, die diesen Schätzungen unterliegen, genauestens anhand von Realitätsprüfungen untersucht werden. Zu diesem Zweck sind die tatsächlichen Finanzergebnisse aus der Vergangenheit nur eine erste Orientierung für die Schätzung der Finanzprognosen.

Vergangenheitsanalyse

Eine Analyse und Bewertung der Zukunftsaussichten eines Unternehmens basiert auf vergangenen Ereignissen. Daher wird als erster Schritt eine vergangenheitsorientierte Finanzanalyse, insbesondere eine Ertragsanalyse, ausgeführt, um sicherzustellen, dass die Voraussetzungen für die Finanzprognosen korrekt verstanden werden.

Alle Anpassungen, die wir hinsichtlich vergangener Ergebnisse als Teil unserer Ertragsanalyse vorgenommen haben, haben keine Auswirkungen auf den Wert

der diskontierten Überschüsse, da die Bewertung auf zukünftigen Finanzerträgen basiert und daher vergangene Ergebnisse nur zur Konsistenzprüfung und als Abgleich dienen.

Analyse der Finanzprognosen

Die Unternehmensfinanzprognose von Reply Deutschland besteht, wie in Anlage 3.1 dargestellt, aus der prognostizierten Aufwands- und Ertragsrechnung sowie der prognostizierten Bilanz. Die Detailplanungsphase umfasst die Prognosen für die Jahre 2013 bis 2016. Die Fortschreibungsphase gilt ab 2017.

Die Finanzprognose ist Teil des regelmäßigen internen Planungs- und Berichtsprozesses bei Reply Deutschland. Die Finanzprognose wird regelmäßig als dezentralisierter Prozess von den Unternehmenseinheiten der individuellen Marktzentren nach dem Bottom-up-Konzept durchgeführt und auf Unternehmensebene bei Reply Deutschland konsolidiert.

Die Finanzprognosen, auf denen die Bewertung basiert, wurden im März 2013 erstellt. Die Darstellung der Zahlen aus der Vergangenheit sowie die Finanzprognosen sind ab März 2013 gültig.

Der Vorstand und der Aufsichtsrat von Reply Deutschland haben eine zusammengefasste Version der Finanzprognose für das Jahr 2013 im Dezember 2012 verabschiedet. Die Finanzprognose wurde von dem Unternehmen im ersten Quartal 2013 aufgrund zu diesem Zeitpunkt beobachtbarer Entwicklungen angepasst. Die angepasste Finanzprognose für die Jahre 2013 bis 2016 in zusammengefasster Form wurde im März 2013 von Vorstand der Reply Deutschland erarbeitet und am 24. März 2013 verabschiedet. Der hier kalkulierte Kapitalwert basiert auf der aktuellen Finanzprognose und berücksichtigt alle Umstände, die für den Kapitalwert bis zum Zeitpunkt der Fertigstellung unserer Bewertungsarbeit relevant sind.

Kapitalisierungszinssatz

Für internationale Bewertung verwendeter Diskontsatz: der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz

Bei Anwendung des DCF-Verfahren werden die erwarteten Cash-Flows eines Unternehmens anhand ihres aktuellen Äquivalenzwerts diskontiert, mithilfe eines Diskontierungszinssatz, der das relative Risiko der Anlage reflektiert sowie den Zeitwert des Geldes. Dieser Zinssatz reflektiert eine Rendite auf das investierte Kapital und basiert auf den individuellen Kapitalkosten der Eigenkapitalgeber sowie Fremdkapitalgeber. Die Gesamrendite, bekannt als der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz ("WACC"), ergibt sich durch Gewichtung der Eigen- und Fremdkapitalkosten im Verhältnis zu ihren geschätzten Prozentsätzen in einer erwarteten Branchenkapitalstruktur. Wie im Folgenden beschrieben haben wir bestimmte Anpassungen am WACC vorgenommen, um den endgültigen Kapitalisierungszinssatz zu erhalten, der bei der Schätzung des aktuellen Barwerts zukünftiger Cash-Flows angewendet wurde.

Im Folgenden wird zuerst die generelle Herleitung des WACC für Reply Deutschland beschrieben.

Die allgemeine Formel zur Berechnung des WACC lautet:

$$\text{WACC} = K_d * (d \text{ Prozent}) + K_e * (e \text{ Prozent})$$

Wobei:

WACC	= gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz;
K _d	= Zinssatz des Fremdkapitals nach Steuern (i.S. Fremdkapitalkosten nach Steuern);
d percent	=Marktwert des Fremdkapitals als (Ziel-) Prozentsatz der Summe des Fremdkapitals und Eigenkapitals ("angelegtes Gesamtkapital");
K _e	=Zinssatz des Eigenkapitals (i.S. Eigenkapitalkosten); und
e percent	=Marktwert des Eigenkapitals als (Ziel-)Prozentsatz des angelegten Gesamtkapitals.

Zinssatz des Fremdkapitals (Fremdkapitalkosten)

Der Zinssatz des Fremdkapitals ist die Rate, die ein bedachter Debt-Investor auf zinspflichtige Finanzverbindlichkeiten verlangen würde. Da die Zinsaufwendungen auf Fremdkapital für Einkommenssteuerzwecke absetzbar sind, wurde der Vorsteuerzinssatz in einen Nachsteuerzinssatz mit folgender Formel umgerechnet:

$$K_d = K \times (1 - t)$$

Wobei:

K _d	=	Zinssatz nach Steuern auf Fremdkapital;
K	=	Zinssatz auf Fremdkapital vor Steuern;
t	=	Gesetzlicher, durchschnittlicher Unternehmenssteuersatz.

Nach Anwendung der Formel schätzten wir den Nachsteuerzinssatz auf Fremdkapital wie folgt:

Erforderlicher Zinssatz auf Fremdkapital nach Steuern = 4,3 % * (1 – Steuersatz)

Der Vorsteuerzinssatz für Fremdkapital in Höhe von 4,3 % wurde auf Basis des gleitenden 441-Tage-Durchschnitts (21 Monate) der fünfzehnjährigen deutschen Strip-Anleihe zuzüglich einer Renditespanne zwischen der Spot-Rendite einer mit Rating BBB bewerteten fünfzehnjährigen EUR-Komposit-Unternehmensanleihe und der Spot-Rate auf fünfzehnjährige deutsche Strip-Anleihen ab Bewertungsdatum bestimmt. Das Rating wurde basierend auf Daten von Vergleichsunternehmen ermittelt, und unterstellt dass dieses Rating und der daraus resultierende Fremdkapitalkostensatz auch für Reply Deutschland anwendbar sind. Anschließend haben wir den relevanten effektiven Steuersatz, den wir von der Unternehmensführung erhalten haben, basierend auf Reply Deutschlands Tätigkeiten, auf den Fremdkapitalkostensatz angewendet, um die steuerliche Absetzbarkeit von Zinszahlungen aufzuzeigen. Bitte beachten Sie, dass wir uns aufgrund der relativ hohen Volatilität der relevanten risikofreien Rate im selben Zeitraum für einen gleitenden 21-monatigen Durchschnittskurs als Basis entschieden haben.

Zinssatz des Eigenkapitals (Eigenkapitalkosten)

Wir verwendeten das Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) zur Bestimmung der geforderten Eigenkapitalkosten. Das CAPM wird im folgenden Abschnitt beschrieben.

Capital-Asset-Pricing-Model

Die von Aktionären geforderten Eigenkapitalkosten werden anhand des Capital Asset Pricing Model ("CAPM") geschätzt. Das CAPM wurde empirisch geprüft und wird allgemein zum Zwecke der Schätzung der erforderlichen Rendite auf Eigenkapital anerkannt¹. Durch die Anwendung des CAPM, werden die Eigenkapitalkosten auf Basis des aktuellen risikolosen Zinssatzes deutscher Strip-Staatsanleihen bestimmt, zuzüglich einer Marktrisikoprämie für die Übernahme systematischer Risiken multipliziert mit dem Betafaktor des Unternehmens. Der Betafaktor wird in der Unternehmensbewertung als Risikomaßgröße definiert, die die Sensitivität des Aktienkurses eines Unternehmens auf die Veränderungen auf dem Aktienmarkt als Ganzes reflektiert.

Die Eigenkapitalkosten gem. CAPM werden wie folgt kalkuliert:

$$K_e = R_f + B \times (R_m - R_f) + a$$

Wobei:

¹ Investments, W.F. Sharpe, Prentice Hall: Englewood Cliffs, New Jersey (1985).

K_e	=	Eigenkapitalkosten;
R_f	=	risikofreier Zinssatz;
B	=	Betafaktor oder Maß des systematischen Risiko für diese Art von Kapitalinvestition;
$(R_m - R_f)$	=	Marktrisikoprämie; die erwartete Rendite auf ein breites Aktienportfolio am Kapitalmarkt (R_m) abzüglich des risikolosen Zinssatzes (R_f).
a	=	Alpha- oder unternehmensspezifische Risikoprämie

Risikoloser Zinssatz

Für einen internationalen WACC wird für gewöhnlich die Marktrendite bei Fälligkeit auf fünfzehnjährige deutsche Strip-Staatsanleihen als Parameter für die risikofreie Rate verwendet. Die Erträge auf deutsche Strip-Staatsanleihen gelten insofern als "risikofrei", als dass ihr Ausfallrisiko vernachlässigt werden kann, wenn sie bis zur Fälligkeit gehalten werden. Aktuell kann eine hohe Volatilität bei der risikofreien Rate auf dem Markt beobachtet werden. Daher wurde statt der Spot-Rate eine durchschnittliche fünfzehnjährige deutsche 441-Tage-Strip-Staatsanleihe gewählt. Zum Bewertungsdatum betrug der durchschnittliche 441-tägige risikolose Zinssatz 2,4%.

Betafaktor

Der Betafaktor stellt ein statistisches Maß für die Volatilität des Kurses einer bestimmten Aktie relativ zur Abweichung einer allgemeinen Gruppe dar. Im Allgemeinen gilt der Betafaktor als Indikator der Marktwahrnehmung des relativen Risikos der bestimmten Aktie. Die praktische Anwendung des CAPM für Privatunternehmen erfordert die Identifikation von börsennotierten Unternehmen, die ähnliche Risikoprofile aufweisen, um aussagekräftige Messungen des Betafaktors für das Unternehmen zu bestimmen. Dieser sog. Peer-Group-Ansatz kann zudem erforderlich sein, falls der Aktienkurs und somit die Kursrendite des zu bewertenden Unternehmens durch Sondereffekte verzerrt ist. Aufgrund der geringen Liquidität der Aktien von Reply Deutschland und ihres spezifischen Charakters mit der garantierten Mindestdividende, haben wir uns entschlossen, den Betafaktor der Reply Deutschland anhand einer Gruppe von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Peer-Group) zu bestimmen.

Die auf Basis der Peer-Group ermittelten Betafaktoren wurden vom öffentlichen Kapitalmarkt abgeleitet und berücksichtigen insofern neben dem operativen Risiko auch das Finanzierungsrisiko (sog. Leverage). Um einen für Reply Deutschland anwendbaren Betafaktor zu erhalten, müssen in einem ersten Schritt die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen um das Finanzierungsrisiko bereinigt werden (sog. Un-levern). Im Ergebnis resultiert ein sog. unverschuldeter Betafaktor, der lediglich das operative Geschäftsrisiko abbildet. Aufbauend auf diesem unverschuldeten Betafaktor wird in einem zweiten Schritt das durchschnittliche Finanzierungsrisiko der Industrie berücksichtigt (sog Re-levern).

Marktrisikoprämie

Die Quantifizierung der allgemeinen Marktrisikoprämie wird umfassend von Security-Analysten erforscht. Da die Erwartungen des durchschnittlichen

Anlegers nicht direkt beobachtet werden können, muss die Marktrisikoprämie anhand von mehreren Methoden erschlossen werden. Ein Ansatz ist, die Prämie zu verwenden, die Aktionäre in der Vergangenheit zusätzlich zu den Renditen langfristiger Staatsanleihen erhalten haben. Die so ermittelte Marktrisikoprämie wurde plausibilisiert anhand der impliziten Marktrisikoprämie aktueller Kapitalmarktdaten. Die durch diesen Ansatz erhaltene Prämie reagiert sensibel auf den Zeitraum, über den der Durchschnitt kalkuliert wird. Abhängig vom gewählten Zeitraum ergibt dieser Ansatz eine Marktrisikoprämie zwischen 4% bis 7%. Ein weiterer Ansatz ist, auf die prognostizierten Ertragsraten von Aktienanalysten zu blicken. Dieser Ansatz resultiert wieder in verschiedenen Schätzungen, abhängig von der Quelle. Eine Analyse zahlreicher Quellen lässt auf eine Marktrisikoprämie in der Bandbreite von 3% bis 8% schließen. Eine Berücksichtigung von vergangenheitsorientierten und zukunftsgerichteten Quellen lässt auf eine erwartete Marktrisikoprämie von circa 5 % in dieser Analyse schließen.

Schätzung der Zielkapitalstruktur

Unsere Schätzung der typischen Kapitalstruktur basierte auf der Beobachtung typischer Eigenschaften von zinspflichtigem Fremdkapital, Vorzugsaktien und Stammaktien von börsennotierten Unternehmen in ähnlichen Tätigkeitsfeldern wie Reply Deutschland. Bitte beachten Sie, dass die relevante Kapitalstruktur zur Bestimmung der WACC auf der erwarteten langfristigen (Ziel-)Kapitalstruktur basierten sollte, entsprechend der Durchschnittsdauer des freien Cash-Flows.

WACC-Ergebnis

Der resultierende Diskontsatz, der in der Bewertung angewendet wird und für welchen wir das Kapitalwertverfahren anwenden, beträgt 10,5 %. Detaillierte Kalkulationen entnehmen Sie bitte Anlage 4.1.

Diskontsatz und IDW S1-Verfahren

Die finanziellen Vorteile werden in einen aktuellen Wert konvertiert, indem ein angemessener Diskontsatz angewendet wird. Wirtschaftlich gesehen reflektiert der Diskontsatz die Entscheidung eines Anlegers, der die Anlageerträge mit denen vergleicht, die von entsprechenden alternativen Anlagen in Anteilen geboten werden. Entsprechend reflektiert der Diskontsatz die Ertragsrate der Alternativanlage unter der Bedingung, dass die zukünftigen Cash-Flows der Alternativanlage den zukünftigen finanziellen Vorteilen von Reply Deutschland bezüglich der Fälligkeit, des Risikos und der Besteuerung entsprechen (vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.4.1.).

Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) formen insbesondere die Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen. Diese Renditen für Unternehmensanteile lassen sich in einen Basiszinssatz (risikofreier Zinssatz) und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

Basiszinssatz (risikofreier Zinssatz)

Der Basiszinssatz (risikofreier Zinssatz) repräsentiert einen Ertragssatz auf eine Beteiligung, die frei von Ausfallrisiko ist und dieselbe Laufzeit aufweist wie

die Beteiligung an Reply Deutschland. Der Basiszins kann aus der Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen ('Laufzeitstruktur') hergeleitet werden, welche die Ablaufrendite für Staatsanleihen unterschiedlicher Laufzeit zeigt. Das bedeutet, dass die Rendite für eine bestimmte Staatsanleihe eine Funktion der Zeit bis zur Fälligkeit ist.

Seit 2009 werden Zinserträge mit einem nominalen Steuersatz von 25 % zuzüglich Abgeltungssteuer versteuert. Dies führt zu einem personalen Steuersatz in Höhe von 26,4 %.

Die risikofreie Rate wurde auf Basis der Svensson-Methode bestimmt, welche die Standardmethode gemäß IDW S1 darstellt. Mit dieser Methode erlangt man eine auf Dauer basierte durchschnittliche risikofreie Rate basierend auf der Laufzeitkurve der risikofreien Rate und der Entwicklung des freien Cash-Flows ab Bewertungsdatum. Der Basiszins gem. Svensson beträgt 2,42 % vor Steuern. Nach Anwendung des Steuersatzes von 26,4 %, ergibt sich ein Basiszinssatz nach Steuern von 1,78 %.

Risikoprämie

Bei der Berechnung eines objektivierten Aktienwertes gilt als Basis für die Herleitung der Risikoprämie das allgemeine Marktverhalten und nicht die subjektive Risikoneigung von individuellen Unternehmenseignern. Es muss jedoch berücksichtigt werden, dass Investoren annehmen, dass es ein gewisses Risiko mit sich bringt, wenn sie in Unternehmen investieren (Investorenrisiko). Die Risikoprämie kann unter Verwendung des Capital-Market-Pricing-Models (CAPM, Tax-CAPM) aus empirisch kalkulierten Aktienrenditen in Kapitalmärkten hergeleitet werden.

Die Standardform des Capital-Asset-Pricing-Models (CAPM) ist ein Kapitalmarktmodell, bei dem die Kosten von Kapital und Risikoprämien angegeben werden, ohne die Effekte der persönlichen Ertragssteuern einzuberechnen. Entsprechend dem CAPM besteht die Risikoprämie aus der allgemeinen Marktrisikoprämie und dem für das Unternehmen spezifischen Betafaktor. Die Kalkulation der vom Kapitalmarkt abhängigen Risikoprämie wird durch die Festlegung des Unterschieds der Rendite zwischen Investitionen in Unternehmensanteile (Aktien) und Investitionen in risikofreie Anleihen vorgenommen. Da Aktienrenditen und Risikoprämien im Allgemeinen durch die Ertragsteuer beeinflusst werden, gilt als eine realistischere Reflektion der empirisch beobachteten Aktienrenditen das Tax-CAPM, durch welche das CAPM erweitert wird, indem die Effekte der persönlichen Ertragssteuer explizit eingebaut werden. Das Tax-CAPM spiegelt insbesondere die verschiedenen Sätze laut deutschem Steuerrecht bezüglich Zinseinkünften, Ausschüttungen und Kursgewinnen wider, wonach es immer noch Unterschiede nach dem Unternehmenssteuerreformgesetz von 2008 gibt, aufgrund der resultierenden unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden und Zinseinnahmen auf der einen und Veräußerungsgewinnen auf der anderen Seite. Laut Tax-CAPM besteht der Diskontsatz aus der risikofreien Rate reduziert um die typisierte Anlegerertragsteuer sowie der Risikoprämie, die auf Basis des Tax-CAPM nach Ertragsteuer kalkuliert wird. Analog zum CAPM ist die Risikoprämie nach Ertragsteuer das Produkt aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der vom Kapitalmarkt abhängigen Risikoprämie nach Ertragsteuer.

Studien des Kapitalmarkts haben gezeigt, dass Aktieninvestitionen in der Vergangenheit höhere Renditen hervorbrachten als Investitionen in Anleihen, und dass die Risikoprämie für ein Marktportfolio vom Beobachtungszeitraum und dem geltenden Steuersystem abhängen.

Die deutsche Unternehmenssteuerreform von 2008 könnte eine Auswirkung auf die Kapitalmarkt-Risikoprämie haben, da in Zukunft weitere persönliche Ertragsteuern (aufgrund der Abgeltungssteuer) auf zukünftige Veräußerungsgewinne für Alternativenanlagen auf dem Kapitalmarkt aus der Sicht von inländischen natürlichen Personen erhoben werden, die uneingeschränkt Besteuerungsbestimmungen unterliegen. Die allgemeine Bestrebung eines Anlegers, seine Ertragsrate nach persönlichen Steuern (Nettoertragsrate) konstant zu halten, ist an den höheren Anforderungen an Unternehmen, für bessere Bruttoertragsraten zu sorgen, ersichtlich. Als Konsequenz aus der Steuerreform können von den Unternehmen höhere Renditen erwartet werden, da die Reform die Steuerlast auf Unternehmen verringert. Dagegen spricht jedoch auf der einen Seite die Tatsache, dass es Auswirkungen seitens des Unternehmens aufgrund der breiteren Berechnungsbasis geben wird und auf der anderen Seite seitens der institutionellen und internationalen Anleger, die bei ihrer Preisberechnung die Effekte der deutschen Ertragsteuerreform nicht berücksichtigen. Da diese Marktteilnehmer einen erheblichen Einfluss auf die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt haben, kann angenommen werden, dass Anteilseigner, für die in Zukunft die Veräußerungsgewinnbesteuerung gilt, anstreben, die höhere Bruttoertragsrate auf dem Markt zu erzielen, die erforderlich ist, um die zukünftige höhere Ertragssteuerbelastung auszugleichen. Daraus resultiert, dass für diese Anlegergruppe eine geringere Kapitalmarkt-Risikoprämie zu erwarten ist.

Um die Marktrisikoprämie vor Steuern in eine Marktrisikoprämie nach Steuern überzuführen, gilt die folgende Formel².

$$r_M^{nSt} = r_M^{vSt} - d_M * ESt$$

Wobei:

r_M^{nSt} Marktrisikoprämie nach Steuern;

r_M^{vSt} Marktrisikoprämie vor Steuern;

d_M Dividendenrendite des Marktes;

ESt Ertragssteuerrate (Quellensteuersatz).

Die aktuelle Dividendenrendite des DAX beträgt 3,5 %³. Der deutsche Quellensteuersatz beträgt zurzeit 25 % zuzüglich Abgeltungssteuer (5,5 % des Steuersatzes) für Dividenden. Dies resultiert in einem Gesamtsteuersatz von

² WP Handbuch, Band 2, 2008, Par. 201, Nota 342

³http://www.focus.de/finanzen/boerse/tid-28368/dividendenrendite-2013-mit-deutschen-unternehmen-bares-geld-verdienen_aid_872063.html

26,4 %.

Die Marktrisikoprämie vor Steuern beträgt 5,92 % und der dM * ESt-Betrag ist 0,92 %. Daher haben wir die Marktrisikoprämie nach Steuern für Reply Deutschland auf 5 % festgelegt.

Diskontsatz-Ergebnis

Der resultierende Diskontsatz, der in der Bewertung angewendet wurde und für welchen wir das Ertragswertverfahren gem. IDW S1 anwendeten haben, beträgt 7,03 %. Detaillierte Kalkulationen entnehmen Sie bitte Anlage 4.2.

DCF-Verfahren

Finanzplanung

Im Zuge der Finanzplanung werden Umsatzerlöse im Detail auf Ebene der Unternehmenseinheiten für alle operativen Unternehmensteile geplant. Nachfolgend wird basierend auf den geplanten Umsatzerlösen das EBT abgeleitet. Die Umsatzerlöse für jede Unternehmenseinheit und die EBTs werden unter den Unternehmenseinheiten zusammengefasst. Abschließend werden auf Reply Deutschland-Ebene Holdingkosten, Management-Gebühren und Bonuszahlungen an Partner der operativen Unternehmenseinheiten und an den Vorstand von Reply Deutschland einbezogen.

Die Erlöse und EBT-Finanzprognosen wurden von der Unternehmensleitung zur Verfügung gestellt. Die folgende Tabelle zeigt die Einnahmeprognosen für jede signifikante Einnahmekomponente.

Erlöse

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	Residual
Xuccess Reply		7,385	6,534	9,438	9,337	9,477	9,638	9,802	9,959
% der Gesamterlöse	0.0%	12.3%	11.2%	15.9%	15.4%	15.1%	14.9%	14.5%	14.6%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-11.5%	44.4%	-1.1%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%
4brands Reply CP		3,652	4,181	4,625	4,980	5,284	5,585	5,892	5,986
% der Gesamterlöse	0.0%	6.1%	7.1%	7.8%	8.2%	8.4%	8.6%	8.7%	8.8%
% Wachstum	k. A.	k. A.	14.5%	10.6%	7.7%	6.1%	5.7%	5.5%	1.6%
Cluster Reply		7,243	8,331	7,089	7,357	7,504	7,662	7,823	7,948
% der Gesamterlöse	0.0%	12.0%	14.2%	12.0%	12.1%	12.0%	11.8%	11.6%	11.6%
% Wachstum	k. A.	k. A.	15.0%	-14.9%	3.8%	2.0%	2.1%	2.1%	1.6%
Macros Reply		6,052	4,645	4,517	4,690	4,864	5,034	5,210	5,293
% der Gesamterlöse	0.0%	10.1%	7.9%	7.6%	7.7%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-23.3%	-2.8%	3.8%	3.7%	3.5%	3.5%	1.6%
Power Reply		-	-	2,018	2,390	2,500	2,622	2,756	2,800
% der Gesamterlöse	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%
% Wachstum	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	18.4%	4.6%	4.9%	5.1%	1.6%
Syskoplan Reply BI		6,993	7,219	6,248	5,645	6,181	6,713	7,223	7,339
% der Gesamterlöse	0.0%	11.6%	12.3%	10.5%	9.3%	9.9%	10.4%	10.7%	10.7%
% Wachstum	k. A.	k. A.	3.2%	-13.5%	-9.6%	9.5%	8.6%	7.6%	1.6%
Syskoplan Reply CRM		9,909	11,565	13,941	14,689	15,600	16,598	17,577	17,859
% der Gesamterlöse	0.0%	16.5%	19.8%	23.5%	24.2%	24.9%	25.6%	26.1%	26.1%
% Wachstum	k. A.	k. A.	16.7%	20.5%	5.4%	6.2%	6.4%	5.9%	1.6%
Twice Reply		-	-	-	-	-	-	-	-
% der Gesamterlöse	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% Wachstum	k. A.								
Xpress Reply		10,578	9,850	4,767	5,240	5,476	5,777	6,124	6,222
% der Gesamterlöse	0.0%	17.6%	16.8%	8.0%	8.6%	8.7%	8.9%	9.1%	9.1%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-6.9%	-51.6%	9.9%	4.5%	5.5%	6.0%	1.6%
Syskoplan Reply Schweiz		1,094	886	-	-	-	-	-	-
% der Gesamterlöse	0.0%	1.8%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-19.0%	-100.0%	k. A.				
4brands Reply ITO		8,603	6,213	4,252	4,267	4,139	4,015	3,894	3,957
% der Gesamterlöse	0.0%	14.3%	10.6%	7.2%	7.0%	6.6%	6.2%	5.8%	5.8%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-27.8%	-31.6%	0.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	1.6%
Syskoplan Reply FM		899	788	981	998	500	100	-	-
% der Gesamterlöse	0.0%	1.5%	1.3%	1.7%	1.6%	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-12.4%	24.4%	1.8%	-49.9%	-80.0%	-100.0%	k. A.
Intercompany		(2,235)	(1,690)	(1,514)	(1,838)	(1,846)	(1,912)	(1,989)	(2,039)
% der Gesamterlöse	0.0%	-3.7%	-2.9%	-2.6%	-3.0%	-2.9%	-2.9%	-3.0%	-3.0%
% Wachstum	k. A.	k. A.	-24.4%	-10.4%	21.4%	0.4%	3.6%	4.0%	2.5%
Holding Revenue Pass Through		-	-	2,773	2,889	2,947	3,006	3,066	3,066
% der Gesamterlöse	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%
% Wachstum	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	4.2%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%
Other Holding Revenues		-	-	92	-	-	-	-	-
% der Gesamterlöse	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% Wachstum	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	-100.0%	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamterlös	55,050	60,174	58,521	59,225	60,644	62,625	64,837	67,378	68,389
% Wachstum		9.3%	-2.7%	1.2%	2.4%	3.3%	3.5%	3.9%	1.5%

Abgesehen von einem Rückgang im Jahr 2011 verbessern sich die Gesamterlöse grundsätzlich zwischen 2009 und dem Ende des Detailplanungszeitraumes.

Die jährliche Wachstumsrate schwankt zwischen negativen 2,7 % im Jahr 2011 und positiven 9,3 % im Jahr 2010 und tendiert zu einem nachhaltigen Wachstum von 1,5 % in der Ewigen Rente.

Es wird erwartet, dass sich das Umsatzerlöswachstum nachhaltig bei 1,5 % stabilisiert, was dem erwarteten Marktwachstum dieses Sektors in der aktuellen Phase mit geringer Inflation entspricht.

EBT

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	Residual
Xuccess Reply		1,594	977	2,140	1,847	1,706	1,638	1,568	1,494
% Spanne		21.6%	15.0%	22.7%	19.8%	18.0%	17.0%	16.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	-38.7%	119.0%	-13.7%	-7.6%	-4.0%	-4.3%	-4.8%
4brands Reply CP		535	937	957	973	898	894	884	898
% Spanne		14.6%	22.4%	20.7%	19.5%	17.0%	16.0%	15.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	75.2%	2.1%	1.6%	-7.7%	-0.5%	-1.1%	1.6%
Cluster Reply		(66)	788	356	740	976	1,073	1,173	1,192
% Spanne		-0.9%	9.5%	5.0%	10.1%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	-1286.3%	-54.9%	108.0%	31.8%	10.0%	9.4%	1.6%
Macros Reply		2,194	857	738	615	730	755	781	794
% Spanne		36.3%	18.4%	16.3%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	-60.9%	-13.9%	-16.7%	18.6%	3.5%	3.5%	1.6%
Power Reply		-	-	(482)	(122)	-	131	276	420
% Spanne		k. A.	k. A.	-23.9%	-5.1%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	k. A.	k. A.	-74.7%	-100.0%	k. A.	110.2%	52.4%
Syskoplan Reply BI		1,457	1,174	483	706	804	940	1,083	1,101
% Spanne		20.8%	16.3%	7.7%	12.5%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	-19.4%	-58.9%	46.3%	13.8%	17.0%	15.3%	1.6%
Syskoplan Reply CRM		2,212	2,909	3,254	2,999	2,808	2,822	2,812	2,679
% Spanne		22.3%	25.2%	23.3%	20.4%	18.0%	17.0%	16.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	31.5%	11.8%	-7.8%	-6.4%	0.5%	-0.3%	-4.8%
Twice Reply		-	-	(797)	17	-	-	-	-
% Spanne		k. A.							
% Wachstum		k. A.	k. A.	k. A.	-102.1%	-100.0%	k. A.	k. A.	k. A.
Xpress Reply		1,488	1,862	147	520	712	809	919	933
% Spanne		14.1%	18.9%	3.1%	9.9%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
% Wachstum		k. A.	25.1%	-92.1%	254.4%	36.9%	13.6%	13.6%	1.6%
Syskoplan Reply Schweiz		157	140	-	-	-	-	-	-
% Spanne		14.3%	15.8%	0.0%	k. A.				
% Wachstum		k. A.	-10.9%	-100.0%	k. A.				
4brands Reply ITO		251	377	377	389	331	281	234	237
% Spanne		2.9%	6.1%	8.9%	9.1%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%
% Wachstum		k. A.	50.2%	-0.1%	3.3%	-14.9%	-15.1%	-16.9%	1.6%
Syskoplan Reply FM		(17)	243	299	192	100	15	-	-
% Spanne		-1.9%	30.8%	30.5%	19.2%	20.0%	15.0%	k. A.	k. A.
% Wachstum		k. A.	-1550.7%	23.0%	-35.7%	-47.9%	-85.0%	-100.0%	k. A.
Intercompany		-	-	-	-	-	-	-	-
% Spanne		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% Wachstum		k. A.							
Managementgebühr-Erträge		-	-	4,035	4,590	4,682	4,775	4,871	4,870
% Spanne		0.0%	0.0%	6.8%	7.6%	7.5%	7.4%	7.2%	7.1%
% Wachstum		k. A.	k. A.	k. A.	13.8%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%
Gesamtzinserträge (Ausgaben)		(6)	11	(76)	124	124	124	124	124
as % der Gesamterlöse		0.0%	0.0%	-0.1%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBT		1,577	3,640	5,073	2,510	3,707	3,884	4,053	4,286
as % der Gesamterlöse		2.9%	6.0%	8.7%	4.2%	6.1%	6.2%	6.3%	6.3%

Die EBT-Marge verbessert sich von 2,9 % im Jahr 2009 auf 6,3 % in der Ewigen Rente.

Syskoplan Reply FM hatte 2012 mit 30,5 % die höchste EBT-Marge, gefolgt von Syskoplan Reply CRM mit 23,3 % und Xuccess Reply mit 22,7 %.

Für Xuccess Reply, 4brands Reply CP, Cluster Reply, Macros Reply, Power Reply, Syskoplan Reply BI, Syskoplan Reply CRM und Xpress Reply wird in der Ewigen Rente eine EBT-Marge von 15 % erwartet.

Beim EBT-Wachstum hatten Cluster Reply, Syskoplan Reply BI und Xpress Reply das höchste Niveau. Das EBT von Xuccess Reply wird im Planungszeitraum sinken.

Investitionstätigkeit

Die Investitionstätigkeit in % der Umsatzerlöse des Unternehmens wird für den prognostizierten Zeitraum auf 1,5 % festgelegt.

Abschreibungen

Im Q2 - Q4 2013 belaufen sich die prognostizierten Abschreibungen von bestehenden Vermögenswerten auf TEUR 639. Bestehende Vermögenswerte werden mit TEUR 531, TEUR 355 bzw. TEUR 142 zwischen 2014 - 2016 abgeschrieben.

Die zukünftige Investitionstätigkeit (CapEx) wird über einen Zeitraum von 4 Jahren abgeschrieben.

Als Prozentsatz der Umsatzerlöse werden sich die Abschreibungen in der Ewigen Rente bei 1,5 % einpendeln.

Ertragsteuer

Wir haben die entsprechenden Steuersätze, die wir von der Unternehmensführung erhalten haben, zwischen 30,0 % bis 30,4 % angewendet.

Nettoumlaufvermögen (Net Working Capital)

Im Zeitraum 2010 – 2012 betrug das Nettoumlaufvermögen zwischen 11,3 % und 19,4 % der Umsatzerlöse, einschließlich eines gewissen Anteils an Finanzmitteln aus dem operativen Geschäft. Wir haben festgestellt, dass der Betrag an Finanzmitteln aus dem operativen Geschäft zum Bewertungsdatum in etwa MEUR 3,5 beträgt. Jedoch ist dieser Betrag zum Ende des Geschäftsjahres für gewöhnlich höher. Wir sind daher von einem durchschnittlichen operativen Finanzmittel-Niveau in Höhe von 10,7 % der Einnahmen ausgegangen.

Insgesamt gehen wir von einem langfristigen Niveau des Nettoumlaufvermögens in Höhe von 11,2 % der Umsatzerlöse aus

(einschließlich operative Finanzmittel).

Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte

Zum Bewertungsdatum beliefen sich die finanziellen Vermögenswerte auf MEUR 10,3 und die Pensionsrückstellungen auf MEUR 4,3. Sonstige nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte beliefen sich auf netto MEUR 0, wobei die sonstigen nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte die sonstigen nicht-betriebsnotwendigen Verbindlichkeiten ausgleichen.

Gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz ("WACC")

Wir erhielten den WACC basierend auf einer Vergleichsgruppe an Unternehmen mit ähnlichen Tätigkeitsfeldern wie das Unternehmen. Eine Beschreibung der Vergleichsunternehmen können Sie Anlage 4.1 entnehmen.

Ergebnis DCF-Verfahren

Als Bewertungsergebnis haben wir eine Fair Value von EUR 43,5 Mio. des Kapitals des Unternehmens ermittelt, basierend auf einem indikativen Wert von EUR 9,15 pro Aktie.

Das Bewertungsergebnis, das auf Basis des DCF-Verfahrens ermittelt wurde, führt zu impliziten EBITDA-Multiplikatoren von 8,2x, 6,9x und 6,6x für 2012 bis 2014.

Marktbewertungs- verfahren

Analyse des Börsenkurses der Aktien

Unter Beachtung des Urteils des Bundesverfassungsgerichts ("BVerfG") vom 27. April 1999⁴ muss der Börsenkurs der zu bewertenden Unternehmensanteile mit dem Wert pro Anteil verglichen werden, der mittels Ertragswertverfahren ermittelt wurde. Laut Urteil des BVerfG darf ein vorhandener Börsenkurs bei der Bestimmung der Abfindung nicht ignoriert werden. Entsprechend ist der Börsenkurs grundsätzlich das Mindestniveau zur Bestimmung einer angemessenen Abfindung. Es ist jedoch möglich, unter dieses Niveau zu gehen, falls der Börsenkurs nicht den Zeitwert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde im Urteil des Bundesgerichtshofs ("BGH") vom 12. März 2001⁵ spezifiziert. Mit diesem Urteil wird wiederum deutlich gemacht, dass der Börsenkurs nicht das Mindestniveau für eine angemessene Abfindung darstellen muss, falls der Börsenkurs nicht den Zeitwert reflektiert. Laut Urteil des BGH kann dies der Fall sein, falls über einen längeren Zeitraum kein Handel mit den entsprechenden Aktien stattgefunden hat, wenn ein externer Anteilseigner die Aktien aufgrund des geringen Handels nicht zum Börsenkurs veräußern konnte oder wenn der Börsenkurs manipuliert wurde. Im vorliegenden Fall gibt es keine Anzeichen dafür, dass solche besonderen Umstände vorliegen.

Laut Beschluss des BGH vom 12. März 2001 muss grundsätzlich ein Referenzkurs als Basis zur Bestimmung des Börsenkurses verwendet werden, d. h. insofern, dass bestimmte Umstände dies nicht kontraindizieren und der Referenzkurs anhand des Durchschnittskurses über einen Zeitraum von drei Monaten kalkuliert wird. Der Durchschnitt dient zur Eliminierung möglicher manipulativer Einflüsse und kurzzeitiger Verzerrungen.

Bezüglich der Frage, ob die Kurse gemäß den täglichen Volumen gewichtet werden müssen oder ob ein einfacher Durchschnitt berechnet werden sollte, gibt es unterschiedliche Ansichten. Laut Oberlandesgericht ("OLG") Düsseldorf (8. November 2004 – I 19 W 9/03, AG 2005, S. 538, 541) muss ein einfacher Durchschnitt des täglichen Börsenkurses bestimmt werden. Das OLG Frankfurt (9. Januar 2003 – 20 W 434/93, AG 2003, S. 581, 582) bezieht sich jedoch auf die Wertpapierübernahmegesetz-Angebotsverordnung ("WpÜG-Angebotsverordnung"), die besagt, dass für Zwecke der Bestimmung der Abfindung der durchschnittliche Börsenkurs gewichtet nach Volumen im Sinne von § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-Angebotsverordnung als Basis verwendet werden muss.

Gemäß der vorherrschenden Meinung in der Literatur zu diesem Thema (vgl. Wilm, NZG 2000, S. 239; Bungert, BB 2001, S. 1165; Meilicke/Heidel, DB 2001, S. 974; Beckmann, WPg 2004, S. 624; Krieger, BB 2002, S. 56; Großfeld, *Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., 2002, S. 196; Hüffer, AktG, 6. Aufl., 2004, § 305, Anmerk. 24e; Krieger, *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Band 4 *Aktiengesellschaft*, 2. Aufl., 1999, § 70, Anmerk. 106; Koppensteiner, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6, 3. Aufl., 2004, § 305, Anmerk. 104; Gude, *Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs*, 2004, S. 387; Emmerich/Habersack, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, 4. Aufl., 2005, § 305, Anmerk. 47c; Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber, *Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs*, 2005, S. 38) endet der Referenzzeitraum

⁴ N. 1 BvR 1805/94

⁵ N. II ZB 15/00

am Datum der Veröffentlichung der Übernahmeangebote oder Maßnahmen der Unternehmensgruppe (vgl. Landgericht ["LG"] Frankfurt, 6. Februar 2002 – 3/3 O 150/94; AG 2002, S. 358, 360). Diese Ansicht wird auch unter § 5 Abs. 1 der Angebotsverordnung des WpÜG wiedergegeben, die besagt, dass die im Übernahmefall angebotene Abfindung mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie des Zielunternehmens während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung, ein Angebot zu unterbreiten, entsprechen muss.

Trotz der Kritik in der Rechtsliteratur sind gegenwärtig mehrere Gerichte der Entscheidung des BGH aus dem Jahr 2001 gefolgt (vgl. OLG Düsseldorf, 31. Januar 2003 – 19 W 9/00, AG 2003, S. 329, 331; OLG Hamburg, 7. August 2002 – 12 W 12/01, AG 2003, S. 583, 584). Das Stichtag-Prinzip und die "freie Desinvestitionsentscheidung" müssen Vorrang vor allen Bedenken erhalten, dass der Börsenkurs von Spekulationen durch diejenigen beeinflusst sein könnte, die eine Abfindung bekämen, sobald veröffentlicht würde, dass strukturelle Unternehmensmaßnahmen geplant sind, d. h., dass der Kurs nicht länger die normalen Angebot-Nachfrage-Mechanismen widerspiegelt.

Es gibt jedoch weiterhin Zweifel daran, ob die strenge Festlegung des Referenzzeitraums auf Basis des Stichtatums der strukturellen Unternehmensmaßnahme gemäß der aktuellen Rechtsprechung das Verhalten von Marktteilnehmern nach der Entscheidung des BVerfG aus dem Jahre 1999 ausreichend berücksichtigt.

In der neueren Rechtsprechung ist eine veränderte Wahrnehmung bezüglich der Frage des Stichtatums zu beobachten. Das Berliner Kammergericht hat die Argumente in der Rechtsliteratur zu diesen Fragen geprüft und mit seinem Urteil vom 16. Oktober 2006 (2 W 148/01, ZIP 2007, S. 75) der Ansicht zugestimmt, dass der Börsenkurs verwendet werden sollte, der gültig war, bevor die geplanten Maßnahmen öffentlich wurden. Es gibt keine verfassungstechnischen Einwände gegen die Verwendung eines durchschnittlichen Börsenkurses, abgeleitet aus dem Zeitraum vor der Veröffentlichung der geplanten Maßnahmen (siehe Urteil des Bundesverfassungsgerichts ["BVerfG"] vom 29. November 2006 (1 BvR 704/03, ZIP 2007, S. 175, das besagt, dass "es gute Gründe dafür gibt, mit der Ansicht aus der Literatur übereinzustimmen, nach der ein durchschnittlicher Börsenkurs aus der Zeit vor dem Bekanntwerden der strukturellen Unternehmensmaßnahme verwendet werden sollte"). Das Oberlandesgericht (OLG) Stuttgart kommt in seiner Empfehlung vom 16. Februar 2007⁶ an das Bundesverfassungsgericht und auch in seinen Beschlüssen vom 14. Februar 2008⁷ zu dem Ergebnis, dass der Referenzzeitraum zur Bestimmung des Börsenkurses als Mindestabfindungsniveau gemäß § 327b Abs. 1 AktG nicht der drei Monate vor der Hauptversammlung sein sollte, sondern jener in einem dreimonatigen Zeitraum vor dem Bekanntwerden der geplanten Maßnahmen.

Von einem strengen wirtschaftlichen Standpunkt gesehen und unter Annahme einer engen Auslegung des Bundesverfassungsgerichts hinsichtlich der Anforderungen für einen solchen Referenzzeitraum als komparativem und

⁶ AktZ. 20 W 6/06, NGZ 2007, p. 302

⁷ AktZ. 20 W 9/06, 20 W 11/06

nicht verzerrtem Zeitraum, und wenn man mit den Ergebnissen des OLG Stuttgart übereinstimmt, dann muss der Zeitraum zur Bestimmung des Referenzbörsenkurses drei Monate vor dem Datum, an dem die Maßnahmen bekannt werden, liegen, da uns die Erfahrung lehrt, dass bei Bekanntwerden von strukturellen Unternehmensmaßnahmen der Börsenkurs signifikant beeinträchtigt wird. Erfahrungsgemäß spiegelt der Börsenkurs nach Bekanntwerden solcher Maßnahme nicht länger eine unverzerrte, nicht durch Sondereffekte beeinträchtigte Angebots-Nachfrage-Situation wider und reflektiert daher nicht länger fundamentale Informationen zur Bewertung eines Unternehmens. Aus diesem Grund muss man unserer Ansicht nach zur Bestimmung des Referenzbörsenkurses und übereinstimmend mit der vorherrschenden Meinung in der Rechtsliteratur und der aktuellen Rechtsprechung einen dreimonatigen Zeitraum vor dem Datum des Bekanntwerdens des Beschlusses für die grenzüberschreitende Fusion anwenden.

Wir basieren diesen Standpunkt auf der Entscheidung der Rechtsprechung, die auch in § 5 WpÜGAngebotsVO besagt, dass ein dreimonatiger Zeitraum vor Bekanntwerden der Maßnahmen zur Bestimmung des Mindestkurses für Übernahme- und Pflichtangebote verwendet werden sollte. Aus demselben Grund sollte der gewichtete Durchschnitt des inländischen Börsenkurses verwendet werden. Dies entspricht den Richtlinien in § 5 Abs. 1 und Abs. 3 der WpÜG-AngebotsVO bezüglich des Vergleichsfalls von Mindestabfindungen im Falle von Übernahmen und Pflichtangeboten.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (nachstehend "BaFin") gibt Mindestkurse in Übereinstimmung mit den Richtlinien in § 5 Abs. 3 der WpÜG-Angebotsverordnung auf Basis der bei ihr erfassten Aktientransaktionen unter § 9 WpHG an. Der Referenzkurs für die Aktie von Reply Deutschland beträgt EUR 10,95 als der volumengewichtete Durchschnittsaktienkurs in den letzten 3 Monaten vor der Bekanntgabe der grenzüberschreitenden Fusion am 14. Dezember 2012.

Falls dieser Preis, ermittelt auf Basis von § 31 Abs. 7 WpÜG in Verbindung mit § 5 Abs. 3 WpÜG-AngebotsVO, den ermittelten Kapitalpreis pro Anteil von Reply Deutschland übersteigt, dann muss dieser laut höchstrichterlicher Entscheidung als Mindestwert für die Berechnung der unter § 305 AktG anzubietenden Abfindung verwendet werden.

Komparative Marktbewertung

In der Bewertungspraxis ist auch die so genannte Multiplikator-Methode zusätzlich zur Berechnung basierend auf Barwertmethoden zulässig. Die am Kapitalmarkt orientierte Bewertungsmethode folgt dem Prinzip einer auf Einnahmen basierten Bewertung, wie es beim Ertragswertverfahren der Fall ist. Jedoch wird der Wert des Unternehmens auf vereinfachte Art auf Basis eines Multiplikators, der auf eine Finanzkennzahl angewendet wird, ermittelt. Die Multiplikator-Methode basiert auf einer komparativen Ermittlung des Kurses insofern, dass passende Multiplikatoren durch einen Vergleich mit Kapitalmarktdaten von Vergleichsunternehmen ermittelt und dann auf das zu bewertende Unternehmen angewendet werden.

Der Wert des Unternehmens, der auf Basis dieses Prozesses zur Identifizierung des Kurses durch einen Vergleich mit Schlüsseldaten von Vergleichsunternehmen ermittelt wurde, wird als Produkt einer repräsentativen Finanzkennzahl des Unternehmens ermittelt, multipliziert mit dem Multiplikator

für Vergleichsunternehmen. Der Multiplikator wird auf Basis des Verhältnisses von Wertniveaus zu Finanzkennzahlen der Vergleichsunternehmen ermittelt.

Zur Prüfung der Plausibilität des fundamentalen Kapitalwerts von Reply Deutschland, welcher durch Anwendung von Wirtschaftsprinzipien kalkuliert wurde, haben wir die beobachteten Marktkurse von Vergleichsunternehmen und die erhaltenen Multiplikatoren berücksichtigt.

Grundsätzlich wurden bei dieser komparativen Marktbewertung dieselben Unternehmen verwendet, welche als Vergleichsgruppe zur Ermittlung des Befaktors verwendet wurden.

Bestimmung der Multiplikatoren und des Wertbereichs

Zur Bestimmung der Multiplikatoren verwendeten wir beobachtete Zahlen von den gewählten Vergleichsunternehmen sowie aktuelle Analystenschätzungen von EBITDA und EBIT dieser Unternehmen für LTM und 2013, welche vom Finanzdienstleister Capital IQ erhältlich sind. Der gesamte operative Marktwert von angelegtem Kapital der Vergleichsunternehmen wurde anhand der Marktkapitalisierung zuzüglich der zinspflichtigen Finanzverbindlichkeiten und Minderheitsanteile und abzüglich liquiden Kapitals und nicht-betriebsnotwendigen Nettovermögenswerten ermittelt. Die nachfolgende Tabelle fasst die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen zusammen:

Market Approach				
Vergleichbare Unternehmen	MVIC/EBITDA -	MVIC/EBITDA -	MVIC/EBIT -	MVIC/EBIT -
	LTM	Schätzung 2013	LTM	Schätzung 2013
Large Peers				
Atos S.A.	5.2x	4.7x	8.2x	7.4x
Cap Gemini S.A.	5.4x	5.1x	7.0x	6.6x
Accenture plc	10.3x	9.1x	11.2x	10.5x
Computer Sciences Corporation	5.2x	4.8x	13.1x	10.2x
Small Peers				
Engineering Ingegneria Informatica SpA	5.5x	4.7x	6.9x	6.0x
Tieto Oyj	5.4x	5.1x	8.5x	8.1x
Proware	2.5x	2.1x	3.2x	3.0x
Reply S.p.A.	5.4x	4.9x	5.8x	5.5x
Reply Deutschland AG	11.6x	9.7x	15.4x	11.9x
Groupe Steria SCA	3.7x	2.9x	5.2x	4.1x
RealTech AG	12.1x	7.2x	NMF	13.8x
GFI Informatique S.A.	5.3x	4.7x	6.6x	5.9x
Sopra Group	10.2x	9.2x	11.4x	10.6x
itelligence AG	11.9x	8.9x	19.0x	13.9x
Gewählter Multiplikatoren				
Bereich	2.5x to 12.1x	2.1x to 9.7x	3.2x to 19.0x	3.0x to 13.9x
Median	5.4x	5.0x	8.2x	7.8x
Durchschnitt	7.1x	5.9x	9.3x	8.4x
Gewählter Multiplikator				
Durchschnitt	7.1x	5.9x	9.3x	8.4x
	EBITDA LTM	EBITDA 2013E	EBIT LTM	EBIT 2013E
Reply AG Finanzergebnisse	3,699	4,403	2,770	3,583
Multipliziert mit: Gewählter Multiplikator	7.1x	5.9x	9.3x	8.4x
Angegebener operativer Marktwert des angelegten Kapitals (Operating MVIC)	26,313	26,137	25,895	30,093
Hinzu: Überschüssige Mittel	9,000	9,000	9,000	9,000
Plus: Nicht-betriebsnotwendige Nettovermögenswerte (ausgeschl. Pensionsrückstellungen)	-	-	-	-
Minus: Minderheitenanteile	(1,979)	(1,979)	(1,979)	(1,979)
Plus: Finanzielle Vermögenswerte	10,333	10,333	10,333	10,333
Minus: Pensionsrückstellungen	(4,299)	(4,299)	(4,299)	(4,299)
Angegebener Gesamtkapitalwert	39,368	39,192	38,949	43,148
Gesamtzahl umlaufende Anteile	4,751	4,751	4,751	4,751
Angegebener Wert pro Anteil	8.29	8.25	8.20	9.08
Angegebener Durchschnittswert pro Anteil	8.45			

Anhand der Verwendung der EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen wurde zuerst Reply Deutschlands operativer Marktwert des angelegten Kapitals ermittelt, und dann wurde – unter Berücksichtigung der überschüssigen Finanzmittel (Excess Cash), der Minderheitsanteile, finanziellen Vermögenswerte, Pensionsrückstellungen und anderen nicht-betriebsnotwendigen Nettovermögenswerten – der Marktwert des Eigenkapitals von Reply Deutschland ermittelt.

Der durchschnittliche MVIC/EBITDA-LTM-Multiplikator von 7,1x, der MVIC/EBITDA-2013E-Multiplikator von 5,9x, der durchschnittliche MVIC/EBIT-LTM-Multiplikator von 9,3x und der MVIC/EBIT-2013E-Multiplikator von 8,4x werden letztendlich in unserem Marktbewertungsverfahren angewendet, wodurch ein indikativer Wertbereich von MEUR 38,9 bis MEUR 43,1 erhalten wird. Dies entspricht einem Wertbereich von EUR 8,20 – 9,08 pro Anteil.

Barabfindung laut § 305 AktG

Gemäß § 305 AktG muss ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungs- und Verlustübernahmevertrag die Verpflichtung des kontrollierenden Unternehmens enthalten, die Anteile eines externen Anteilseigners auf Anfrage gegen eine angemessene Barabfindung, die in dem Vertrag genannt wird, zu erwerben. Wie zuvor erwähnt, beträgt diese Barabfindung EUR 8,19 pro Anteil. Laut der Rechtsprechung des BVerfG stellt der Börsenkurs ein (weiteres) Mindestniveau für die Abfindung dar. Dieser hergeleitete Wert pro Anteil von EUR 10,95 entspricht dem volumengewichteten Durchschnittsaktienkurs in den letzten 3 Monaten vor der Bekanntgabe der grenzüberschreitenden Fusion vom 14. Dezember 2012, wie von der Bafin ermittelt.

Garantierte Dividende laut § 304 AktG

Gemäß § 304 AktG muss ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungs- und Verlustübernahmevertrag den externen Anteilseignern eine angemessene Abfindung in Form einer wiederkehrenden Zahlung (garantierte Dividende) für die Anteile des proportionalen Aktienkapitals zusprechen. Die garantierte Dividende laut § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss mindestens in der Höhe einer jährlichen Zahlung garantiert werden, die voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil für den einzelnen Anteil mit Blick auf vergangene Gewinne des Unternehmens und der zukünftigen Gewinnaussichten ausgeschüttet werden würde, unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne die Festlegung anderer Gewinnrücklagen.

Die angemessene garantierte Dividende beträgt laut § 304 AktG EUR 0,53 pro Anteil (vor Abzug der vom Unternehmen zu zahlenden Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag). Dieser Betrag wird anhand des Gewinnanteils in Höhe von EUR 0,08 pro Anteil berechnet, der unter die Körperschaftsteuerpflicht für den Gewinn pro Anteil von Reply Deutschland fällt, unter Berücksichtigung des entsprechend geltenden Körperschaftsteuersatzes für das relevante Finanzjahr. Der geltende Körperschaftsteuersatz zur Zeit des Vertragsabschlusses, einschließlich Solidaritätszuschlag, beträgt 15,825 %. Bei einem unveränderten Körperschaftsteuersatz von 15 % und Solidaritätszuschlag von 5,5 % beträgt der gesamte Abfindungsbetrag pro Aktie EUR 0,45.

IDW S1 Ansatz

Ertragswert

Auf der Grundlage des Konzerngewinns von Reply Deutschland und unter Anwendung des Eigenkapitaldiskontsatzes sieht der für den Betrieb erforderliche Ertragswert der Vermögenswerte von Reply Deutschland zum 31. März 2013 folgendermaßen aus:

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	Teil 2013E	2014E	2015E	2016E	Restbetrag
Gesamteinnahmen	55,050	60,174	58,521	59,225	60,644	45,638	62,625	64,837	67,378	68,389
Wachstum in %		9.3%	-2.7%	1.2%	2.4%		3.3%	3.5%	3.9%	1.5%
EBT (vor Zinsertrag)	1,577	3,629	5,073	2,510	3,583	2,555	3,759	3,929	4,197	4,162
as % of Gesamteinnahmen	2.9%	6.0%	8.7%	4.2%	5.9%	5.6%	6.0%	6.1%	6.2%	6.1%
Steuern	(1,099)	(1,391)	(1,028)	(764)	(1,075)	(766)	(1,135)	(1,191)	(1,276)	(1,265)
Steuersatz	-69.7%	-38.3%	-20.3%	30.4%	30.0%	30.0%	30.2%	30.3%	30.4%	30.4%
Ergebnis nach Steuern und vor Minderheitenanteil	478	2,238	4,045	1,746	2,508	1,788	2,624	2,739	2,921	2,897
as % of Gesamteinnahmen	0.9%	3.7%	6.9%	2.9%	4.1%	3.9%	4.2%	4.2%	4.3%	4.2%
Minderheitenanteil					(211)	(158)	(198)	(190)	(187)	(189)
as % of Gesamteinnahmen					-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
Ergebnis nach Steuern	478	2,238	4,045	1,746	2,297	1,630	2,426	2,549	2,734	2,708
as % of Gesamteinnahmen	0.9%	3.7%	6.9%	2.9%	3.8%	3.6%	3.9%	3.9%	4.1%	4.0%
betriebliche Gewinnrücklagen					76	(1,234)	299	328	370	297
angenommene Dividendenausschüttung					2,221	2,864	2,127	2,221	2,364	2,411
betriebliche Verbleibquote					3.3%	-75.7%	12.3%	12.9%	13.5%	11.0%
geltender Dividenden-ausschüttungssatz					96.7%	175.7%	87.7%	87.1%	86.5%	89.0%
angenommene Dividendenausschüttung					2,221	2,864	2,127	2,221	2,364	1,354
Dividende, wenn Ausschüttungssatz 50% wäre						815	1,213	1,274	1,367	
angenommene Sonderdividende (aus zusätzlichem Bargeldüberschuss generiert)						2,049	914	947	997	-
Dividendensteuersatz					25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Solidaritätszuschlag					5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Dividendensteuer inkl. Solidaritätszuschlag					26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
Dividendensteuern					(586)	(755)	(561)	(586)	(624)	(357)
as % of Gesamteinnahmen					-1.0%	-1.7%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.5%
Dividendenausschüttung nach persönlichen Steuern					1,635	2,109	1,566	1,635	1,741	997
angenommene Gewinnrücklagen					-	-	-	-	-	1,057
Kapitalertragssteuersatz					12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Solidaritätszuschlag					5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Kapitalertragssteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag					13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
Kapitalertragsteuern					-	-	-	-	-	(139)
as % of Gesamteinnahmen					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%
angenommene Gewinnrücklagen nach persönlichen Steuern					-	-	-	-	-	918
freier Cashflow an Eigenkapital nach persönlichen Steuern					1,635	2,109	1,566	1,635	1,741	1,914
as % of Gesamteinnahmen					2.7%	4.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.8%
Teilzeitraum						0.750	1.750	2.750	3.750	
Barwertfaktor bei 7,0%						0.950	0.888	0.830	0.775	
Barwert des freien Cashflows						2,004	1,391	1,357	1,349	
Summe des Barwerts des freien Cashflows						6,101	18.5%			
Barwert des Restwerts (1)						26,832	81.5%			
Barwert der Cashflows						32,932	100.0%			
nichtbetriebliches Nettovermögen (exkl. Pensionsverpflichtung und Finanzanlagen)						-				
Finanzanlagen						10,333				
Pensionsverpflichtung						(4,299)				
Bargeldüberschuss						9,000				
Bargeldüberschusssteuern						(2,173)				
Eigenkapitalwert						45,793				
Gesamtzahl umlaufender Aktien						4,751				
enthaltener Eigenkapitalwert pro umlaufender Aktie						9.64				

Für den Detailplanungszeitraum wurde zunächst eine Dividendenausschüttungsquote von 50% angenommen. Diese Ausschüttungsquote basiert auf denen, die in vergleichbaren Unternehmen festgestellt wurden. Basierend auf der Tatsache, dass die von Reply Deutschland während des Projektionszeitraums erwirtschafteten freien Cashflows jedoch relativ hoch sind, sind die tatsächlichen Beträge, die an die Aktieninhaber ausgezahlt werden können, durchaus höher als nur 50% des Nettogewinns. Daher analysieren wir einen im Projektionszeitraum möglichen durchschnittlichen Dividendenausschüttungssatz, der mit einer positiven Auswirkung auf den Wert näher an 100% liegt.

Da die Rücklagen im Fortsetzungszeitraum - wenn sie nicht notwendigerweise zur Finanzierung des zukünftigen Wachstums dienen - und damit die Wertsteigerungen dargestellt werden können, indem ihr Wert scheinbar direkt den Aktieninhabern zugerechnet wird, die letztlich davon profitieren würden, wurden die für diesen Fortsetzungszeitraum angenommenen Rücklagen aus Gründen der Einfachheit den Aktieninhabern direkt als Wertzuwachs zugerechnet. Von den Dividenden wurde angenommen, dass sie zum aktuell gültigen Nominalsteuersatz von 25% plus Solidaritätszuschlag versteuert wurden. Die Rücklagen, die zu einem Wertzuwachs führten, wurden mit einem Steuersatz von 12,5% (die Hälfte des Nominalsteuersatzes) plus Solidaritätszuschlag von 5,5% belastet, was unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer als typisch erachtet wird.

Die Annahme, dass in der Phase der Ewigen Rente (von 2017 an) Einnahmen für das Wachstum in Höhe der Wachstumsrate, basierend auf dem am Ende der detaillierten Finanzplanungsphase vorhandenen Eigenkapital, zurückbehalten werden, spiegelt die Tatsache wider, dass das Bilanzwachstum mit diesem langfristig erwarteten Wachstum im Gewinn und Verlust und dem Überschuss zu finanzieren ist. Diese notwendige Einbehaltung der Einnahmen für die Finanzierung des Wachstums wird daher nicht bei der Zurechnung von Rücklagen als Gewinn/Wertanstieg berücksichtigt, der direkt den Aktieninhabern zugerechnet werden kann.

Das Nettoeinkommen, das sich aus den zugeschriebenen Gewinnen der Rücklagen ergibt, und die Ausschüttungen (abzüglich typisierter Einkommenssteuer) wurden mit dem Eigenkapitaldiskontsatz kapitalisiert.

Unternehmenssteuern

Für die Berechnung der Ertragsteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag berücksichtigt.

Steuerzahlungen wurden abweichend von den IFRS geplant, d.h. ohne Berücksichtigung latenter Steuern. Folglich können die Einsparungen aus bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen und zusätzlichen Ausbuchungen, die von Finanzbehörden anerkannt wurden, in der Kalkulation mit ihren direkten Folgen für die Einnahmen ausgewiesen werden.

Bei der Bestimmung der steuerlichen Bemessungsgrundlage und folglich der Unternehmenssteuern wurden die wesentlichen Abweichungen zwischen den IFRS-Vorsteuerergebnissen und den Ergebnissen aus dem Jahresabschluss sowie bestehende steuerliche Verlustvorträge bei der Berechnung mit den angenommenen Steuersätzen berücksichtigt.

Nachhaltige Gewinne

Die Herleitung der nachhaltigen Gewinne wurde unter Berücksichtigung der Entwicklungen im Unternehmen während des Projektionszeitraums sowie der Erwartungen für das Marktumfeld vorgenommen.

Die nachhaltigen Gewinne wurden auf Grundlage des letzten vorhergesagten Jahres 2016 hergeleitet und sagen die in der Zukunft erwartete Marge für Reply Deutschland vorher.

Wir haben die Plausibilität der vorhergesagten Marge unter Anwendung von Benchmarkvergleichen analysiert. Die Profitabilitätsmarge der Unternehmenseinnahmen im Jahr 2016 liegt innerhalb des Wertebereichs der festgestellten durchschnittlichen Margen für einen Konjunkturzyklus in der Branche und stellt daher einen angemessenen Schätzwert für eine durchschnittlich erreichbare, nachhaltige Marge dar.

Mit Ausnahme der Finanzertrags- und Steuerergebnisse wurde die übrigen Aufwands- und Ertragskomponenten mit der für Reply Deutschland angenommenen Wachstumsrate geplant.

Parallel zur detaillierten Finanzplanungsphase wurde der Finanzertrag für den Nachhaltigkeits-/Fortsetzungszeitraum von den integrierten vorhergesagten Jahresabschlüssen und vorhergesagten Cashflowberechnungen abgeleitet.

Die angenommenen Einkommen- und Ertragsteuern wurden parallel zum Projektionszeitraum auf Grundlage der aktuellen Steuergesetze bestimmt.

Eigenkapitalwert

Der Eigenkapitalwert von Reply Deutschland wurde folgendermaßen hergeleitet:

Eigenkapitalwert zum 31. März 2013	
<i>EUR in tausend</i>	
Barwert des Cashflows	32,932
Bargeldüberschuss	9,000
Bargeldüberschusssteuern	(2,173)
Finanzanlagen	10,333
Pensionsverpflichtung	(4,299)
nichtbetriebsnotwendiges Nettovermögen (exkl. Pensionsverpflichtung und Fi	-
Eigenkapitalwert	45,793
Gesamtanzahl umlaufender Aktien	4,751
enthaltener Eigenkapitalwert pro umlaufender Aktie	9,64

Der sich auf Basis des Ertragswertverfahrens ergebende Eigenkapitalwert von Reply Deutschland zum 31. März 2013 beträgt EUR 45,8 Millionen.

Das Stammkapital von Reply Deutschland wurde zum 31. März 2013 in 4.751 Tausend Aktien eingeteilt. Der pro Aktie an Reply Deutschland enthaltene Eigenkapitalwert beträgt EUR 9,64.

Da die Aktionärsversammlung von Reply Deutschland zur Genehmigung der vorgeschlagenen Transaktion am 18. Juli 2013 stattfinden wird, haben wir ebenfalls den Zeitwert des Eigenkapitals des Unternehmens zu diesem Datum bestimmt; es wird EUR 46,7 Millionen betragen, was zu einem indikativen Wert pro Aktie von EUR 9,84 führt; es wurde der Diskontsatz von 7,03 % angewandt, um den Wert des Eigenkapitals zum Bewertungszeitpunkt bis 18.

Juli 2013 zu prolongieren.

Schlussbemerkun- gen

Die Ergebnisse unserer Marktwertanalyse des Aktienkapitals von Reply Deutschland per 31.März 2013 lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Der Marktwert des Aktienkapitals von Reply Deutschland beträgt gemäß dem international angewandten Discounted Cash Flow-Ansatz 43,5 Mio. EUR. Dies entspricht einem Wert von 9,15 EUR je Aktie.
- Nach marktorientiertem Ansatz liegt der Wert des Aktienkapitals auf Grundlage eines durchschnittlichen branchenüblichen Multiplikators zwischen 38,9 und 43,1 Mio. EUR. Dies entspricht einem Wert von 8,20 bis 9,08 EUR je Aktie.
- Auf Basis des Ertragswertverfahrens gemäß IDW S1 liegt der Wert des Aktienkapitals von Reply Deutschland per 31.März 2013 bei ca. 45,8 Mio. EUR entsprechend 9,64 EUR pro Aktie. Der implizite Wert des Eigenkapitals je Aktie von Reply Deutschland per 18.Juli 2013 (voraussichtlicher Tag der Hauptversammlung) liegt dann bei 9,84 EUR.
- Wird der Beherrschungsvertrag gekündigt, sind die Minderheitsaktionäre berechtigt, ihre Anteile am Unternehmen gegen eine Geldleistung von 8,19 EUR an Reply S.p.A. zu verkaufen („Ausstiegsleistung“). Dieses Recht besteht für zwei Monate ab Kündigung des Beherrschungsvertrages.
- Schlussendlich liegt der so genannte Referenzkurs für die Aktie von Reply Deutschland bei 10,95 EUR. Es handelt sich hierbei um den (volumen-)gewichteten Durchschnittskurs der Aktie in den letzten drei Monaten vor Verkündung der grenzüberschreitenden Verschmelzung per 14.Dezember 2012.



Duff & Phelps B.V.

May 22, 2013

Anlagen

Schätzung des Marktwerts von Aktienkapital
Mit Stand zum 31. März 2013
Ertragswertverfahren - FCFF
EUR in Tausenden (wenn es nicht anders angegeben ist)

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	Teil 2013E	2014E	2015E	2016E	Rest
Gesamteinnahmen	55.050	60.174	58.521	59.225	60.644	45.638	62.625	64.837	67.378	68.389
% Wachstum		9,3%	-2,7%	1,2%	2,4%		3,3%	3,5%	3,9%	1,5%
Umsatzkosten	(40.409)	(42.620)	(41.969)	(46.093)	(46.593)	(35.064)	(48.115)	(49.814)	(51.767)	(52.543)
als % der Gesamteinnahmen	-73,4%	-70,8%	-71,7%	-77,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%	-76,8%
Bruttogewinn	14.641	17.554	16.552	13.132	14.051	10.574	14.510	15.023	15.611	15.846
als % der Gesamteinnahmen	26,6%	29,2%	28,3%	22,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Gesamter OPEX	(11.434)	(12.258)	(10.453)	(9.433)	(9.648)	(7.261)	(9.903)	(10.204)	(10.513)	(10.720)
als % der Gesamteinnahmen	-20,8%	-20,4%	-17,9%	-15,9%	-15,9%	-15,9%	-15,8%	-15,7%	-15,6%	-15,7%
EBITDA	3.207	5.296	6.099	3.699	4.403	3.313	4.607	4.819	5.098	5.126
als % der Gesamteinnahmen	5,8%	8,8%	10,4%	6,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,6%	7,5%
Abschreibung	(1.272)	(1.431)	(871)	(873)	(736)	(716)	(790)	(833)	(846)	(912)
als % der Gesamteinnahmen	-2,3%	-2,4%	-1,5%	-1,5%	-1,2%	-1,6%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Abschreibung immaterieller Werte	(352)	(236)	(79)	(56)	(84)	(63)	(84)	(84)	(84)	(81)
als % der Gesamteinnahmen	-0,6%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Abschreibung und Abschreibung immaterieller Werte	(1.624)	(1.667)	(950)	(929)	(820)	(779)	(874)	(917)	(930)	(993)
als % der Gesamteinnahmen	-3,0%	-2,8%	-1,6%	-1,6%	-1,4%	-1,7%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,5%
Einkünfte durch Kapitalfluss aus laufender Geschäftstätigkeit						20	26	27	28	29
3-Monats-Euribor						0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
EBIT	1.583	3.629	5.149	2.770	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
als % der Gesamteinnahmen	2,9%	6,0%	8,8%	4,7%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Gesamte Zinseinnahmen (Ausgaben)	(6)	11	(76)	(260)	124	93	124	124	124	124
als % der Gesamteinnahmen	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBT	1.577	3.640	5.073	2.510	3.707	2.648	3.884	4.053	4.321	4.286
als % der Gesamteinnahmen	2,9%	6,0%	8,7%	4,2%	6,1%	5,8%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%
Hinzurechnung: Zinseinnahmen (Ausgaben)	6	(11)	76	260	(124)	(93)	(124)	(124)	(124)	(124)
als % der Gesamteinnahmen	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
EBIT	1.583	3.629	5.149	2.770	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
als % der Gesamteinnahmen	2,9%	6,0%	8,8%	4,7%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Steuern	(507)	(1.161)	(1.648)	(843)	(1.075)	(766)	(1.135)	(1.191)	(1.276)	(1.265)
Steuersatz	32,0%	32,0%	32,0%	30,4%	30,0%	30,0%	30,2%	30,3%	30,4%	30,4%
Ertrag nach Steuern	1.076	2.468	3.501	1.927	2.508	1.788	2.624	2.739	2.921	2.897
als % der Gesamteinnahmen	2,0%	4,1%	6,0%	3,3%	4,1%	3,9%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%
Kapitalfluss-Anpassungen										
(1) Abschreibung und Abschreibung immaterieller Werte	1.624	1.667	950	929	820	779	874	917	930	993
als % der Gesamteinnahmen	3,0%	2,8%	1,6%	1,6%	1,4%	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
PP&E Kapitalausgaben	(912)	(453)	(492)	(1.085)	(910)	(682)	(939)	(973)	(1.011)	(1.026)
als % der Gesamteinnahmen	-1,7%	-0,8%	-0,8%	-1,8%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
(2) Nettobetriebskapital		11.654	7.853	6.689	6.675	7.813	6.909	7.181	7.469	7.636
als % der Gesamteinnahmen		19,4%	13,4%	11,3%	11,0%		11,0%	11,1%	11,1%	11,2%
Nettobetriebskapitalinvestitionen			3.801	1.164	14	1.138	(234)	(272)	(289)	(167)
Gesamte Kapitalfluss-Anpassungen			4.259	1.008	(76)	1.234	(299)	(328)	(370)	(199)
als % der Gesamteinnahmen			7,3%	1,7%	-0,1%	2,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,3%
Barmittelzufluss			7.760	2.935	2.432	3.023	2.325	2.411	2.551	2.697
als % der Gesamteinnahmen			13,3%	5,0%	4,0%	6,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%

	Teil 2013E	2014E	2015E	2016E
Teilperiode	0,750	1,000	1,000	1,000
Mittjahres-Faktor (3)	0,375	1,250	2,250	3,250
Barwertfaktor @ 10,5%	0,96	0,883	0,799	0,723
Aktueller Wert des Barmittelzuflusses	2.912	2.053	1.926	1.844
Summe des Aktuellen Werts des Barmittelzuflusses	8.734	24,0%		
Aktueller Wert des Restwerts (4)	21.663	59,5%		
Wert des operativen Geschäfts des Unternehmens	30.397	83,4%		
Nicht-operatives Nettovermögen (ohne Pensionsverpflichtungen und Finanzvermögen)	-	0,0%		
Finanzvermögen	10.333	28,4%		
Pensionsverpflichtungen	(4.299)	-11,8%		
Gesamter Unternehmenswert	36.431	100,0%		
Bargeldüberschuss (i.S. Excess Cash, Brutto)	9.000			
Minderheitsbeteiligung	(1.979)			
Eigenkapitalwert	43.452			
Gesamte Anzahl umlaufender Aktien	4.751			
Implizierter Eigenkapitalwert pro umlaufender Aktie	9,15			
Marktwert pro Aktie (Geschlossen - 31. März 2013)	12,49			
Marktkapitalisierung (Geschlossen - 31. März 2013)	59.311			

Verbleibender Kapitalfluss	2.697
Diskontsatz (k)	10,5%
Langfristige Wachstumsquote (g)	1,5%
Kapitalisierungsquote (k-g)	9,0%
Restwert	29.967
Barwertfaktor	0,723
Aktueller Wert des Restwerts	21.663

	2012	2013	2014
Betriebs-BEV/ Ertrag	0,5x	0,5x	0,5x
Betriebs-BEV/ EBITDA	8,2x	6,9x	6,6x
Betriebs-BEV/ EBIT	11,0x	8,5x	8,1x

	Restjahr
Restwert/ Ertrag	0,4x
Restwert/ EBITDA	5,8x
Restwert/ EBIT	7,2x

Anmerkungen:

(1) Positive Zahlen stehen für Kapitalzuflüsse, negative für Kapitalabflüsse.

(2) Das Nettobetriebskapital in der Spalte „Teil 2013E“ versteht sich als Nettobetriebskapital zum Bewertungstag.

(3) Die Diskontierung zur Mitte des Erhebungszeitraums basiert auf der Annahme, dass die Kapitalflüsse eher gleichmäßig über das Jahr hinweg generiert werden, als alle auf einmal zum Jahresende.

(4) Mit Hilfe des Gordon-Wachstumsmodells berechnet; bzgl. der Berechnung siehe Kasten links unten. Der Verbleibende Kapitalfluss ist ein zeitlich unbegrenzter Wert, der wahrscheinlich gleichmäßig anwachsen wird. Der aktuelle Wert (nach dem Prognosezeitraum) dieses zeitlich unbegrenzten Werts wird als Verbleibender Kapitalfluss berechnet, geteilt durch die Kapitalisierungsquote (k-g). Der resultierende Restwert wird zum Bewertungstag diskontiert, um seinen aktuellen Wert zu berechnen.

Reply Deutschland AG

Anlage 2.1

Schätzung des Marktwerts von Aktienkapital

Mit Stand zum 31. März 2013

Markansatz

Landeswährung in Tausenden (wenn es nicht anders angegeben ist)

Markansatz

Vergleichbare Unternehmen	MVIC/ EBITDA- LTM	MVIC/ EBITDA- 2013 Schätzung	MVIC/ EBIT - LTM	MVIC/ EBIT - 2013 Schätzung
Große Unternehmen				
Atos S.A.	5,2x	4,7x	8,2x	7,4x
Cap Gemini S.A.	5,4x	5,1x	7,0x	6,6x
Accenture plc	10,3x	9,1x	11,2x	10,5x
Computer Sciences Corporation	5,2x	4,8x	13,1x	10,2x
Kleine Unternehmen				
Engineering Ingegneria Informatica SpA	5,5x	4,7x	6,9x	6,0x
Tieto Oyj	5,4x	5,1x	8,5x	8,1x
Prodware	2,5x	2,1x	3,2x	3,0x
Reply S.p.A.	5,4x	4,9x	5,8x	5,5x
Reply Deutschland AG	11,6x	9,7x	15,4x	11,9x
Groupe Steria SCA	3,7x	2,9x	5,2x	4,1x
RealTech AG	12,1x	7,2x	NMF	13,8x
GFI Informatique S.A.	5,3x	4,7x	6,6x	5,9x
Sopra Group	10,2x	9,2x	11,4x	10,6x
Intelligence AG	11,9x	8,9x	19,0x	13,9x
Ausgewählte Multiplikatoren				
Spanne	2,5x bis 12,1x	2,1x bis 9,7x	3,2x bis 19,0x	3,0x bis 13,9x
Mittel	5,4x	5,0x	8,2x	7,8x
Durchschnitt	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Ausgewählter Multiplikator				
Durchschnitt	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
	EBITDA LTM	EBITDA 2013E	EBIT LTM	EBIT 2013E
Finanzergebnisse der Reply AG	3.699	4.403	2.770	3.583
Multipliziert mit: Ausgewähltem Multiplikator	7,1x	5,9x	9,3x	8,4x
Indizierter Operativer Marktwert des investierten Kapitals (Operating MVIC)	26.313	26.137	25.895	30.093
Zuzüglich: Bargeldüberschuss	9.000	9.000	9.000	9.000
Plus: Nicht-operatives Nettovermögen (ohne Pensionsverpflichtungen und Finanzvermögen)	-	-	-	-
Minus: Minderheitsbeteiligung	(1.979)	(1.979)	(1.979)	(1.979)
Plus: Finanzvermögen	10.333	10.333	10.333	10.333
Minus: Pensionsverpflichtungen	(4.299)	(4.299)	(4.299)	(4.299)
Indizierter Wert des gesamten Eigenkapitals	39.368	39.192	38.949	43.148
Gesamte Anzahl umlaufender Aktien	4.751	4.751	4.751	4.751
Indizierter Wert pro Aktie	8,29	8,25	8,20	9,08
Durchschnittlicher Indizierter Wert pro Aktie	8,45			

Schätzung des Marktwerts von Aktienkapital
Mit Stand zum 31. März 2013
Ertragswertverfahren – Diskontierte Einnahmen
EUR in Tausenden (wenn es nicht anders angegeben ist)

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	Teil 2013E	2014E	2015E	2016E	Rest
Gesamtertrag	55.050	60.174	58.521	59.225	60.644	45.638	62.625	64.837	67.378	68.389
% Wachstum		9,3%	-2,7%	1,2%	2,4%		3,3%	3,5%	3,9%	1,5%
EBT (vor Zinsentnahmen)	1.577	3.629	5.073	2.510	3.583	2.555	3.759	3.929	4.197	4.162
als % der Gesamteinnahmen	2,9%	6,0%	8,7%	4,2%	5,9%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,1%
Steuern	(1.099)	(1.391)	(1.028)	(764)	(1.075)	(766)	(1.135)	(1.191)	(1.276)	(1.265)
Steuersatz	-69,7%	-38,3%	-20,3%	30,4%	30,0%	30,0%	30,2%	30,3%	30,4%	30,4%
Ertrag nach Steuern vor Minderheitsbeteiligung	478	2.238	4.045	1.746	2.508	1.788	2.624	2.739	2.921	2.897
als % der Gesamteinnahmen	0,9%	3,7%	6,9%	2,9%	4,1%	3,9%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%
Minderheitsbeteiligung					(211)	(158)	(198)	(190)	(187)	(189)
als % der Gesamteinnahmen					-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Ertrag nach Steuern	478	2.238	4.045	1.746	2.297	1.630	2.426	2.549	2.734	2.708
als % der Gesamteinnahmen	0,9%	3,7%	6,9%	2,9%	3,8%	3,6%	3,9%	3,9%	4,1%	4,0%
Betrieblich einbehaltene Erträge					76	(1.234)	299	328	370	297
Angenommene Dividendenausschüttung					2.221	2.864	2.127	2.221	2.364	2.411
Operativer Einbehaltungssatz					3,3%	-75,7%	12,3%	12,9%	13,5%	11,0%
Geltende Dividendenausschüttungsquote					96,7%	175,7%	87,7%	87,1%	86,5%	89,0%
Angenommene Dividendenausschüttung					2.221	2.864	2.127	2.221	2.364	1.354
Dividende, wenn die Ausschüttungsquote 50% betragen hätte						815	1.213	1.274	1.367	
Angenommene Zusatz-Dividende (aus dem generierten Bargeldüberschuss)						2.049	914	947	997	
Dividenden-Steuersatz					25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Solidaritätszuschlag					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Dividenden-Steuersatz einschl. Solidaritätszuschlag					26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
Steuern auf Dividenden					(586)	(756)	(561)	(586)	(624)	(357)
als % der Gesamteinnahmen					-1,0%	-1,7%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,5%
Dividendenausschüttung nach Vermögenssteuern					1.635	2.109	1.566	1.635	1.741	997
Angenommene einbehaltene Erträge					-	-	-	-	-	1.057
Kapitalertragssteuersatz					12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Solidaritätszuschlag					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kapitalertragssteuersatz einschl. Solidaritätszuschlag					13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Kapitalertragssteuer					-	-	-	-	-	(139)
als % der Gesamteinnahmen					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Angenommene einbehaltene Erträge nach Vermögenssteuern					-	-	-	-	-	918
Barmittelzufluss zum Eigenkapital nach Vermögenssteuern					1.635	2.109	1.566	1.635	1.741	1.914
als % der Gesamteinnahmen					2,7%	4,6%	2,5%	2,5%	2,6%	2,8%
Teilperiode						0,750	1,750	2,750	3,750	
Barwertfaktor @ 7,0%						0,950	0,888	0,830	0,775	
Aktueller Wert des Barmittelzuflusses						2.004	1.391	1.357	1.349	
Summe des aktuellen Werts der Barmittelzuflüsse						6.101	18,5%			
Aktueller Wert des Restwerts (1)						26.832	81,5%			
Aktueller Wert der Kapitalflüsse						32.932	100,0%			
Nicht-operatives Nettovermögen (ohne Pensionsverpflichtungen und Finanzvermögen)						-				
Finanzvermögen						10.333				
Pensionsverpflichtungen						(4.299)				
Bargeldüberschuss						9.000				
Steuern auf Bargeldüberschuss						(2.173)				
Eigenkapitalwert						45.793				
Gesamte Anzahl umlaufender Aktien						4.751				
Implizierter Eigenkapitalwert pro umlaufender Aktie						9,64				
Marktpreis pro Aktie (Geschlossen – 31. März 2013)						12,49				
Marktkapitalisierung (Geschlossen – 31. März 2013)						59.311				
Verbleibender Kapitalfluss		1.914								
Diskontsatz (k)		7,0%								
Langfristige Wachstumsquote (g)		1,5%								
Kapitalisierungsquote (k-g)		5,5%								
Restwert		34.617								
Barwertfaktor		0,775								
Aktueller Wert des Restwerts		26.832								

Anmerkungen

(1) Mit Hilfe des Gordon-Wachstumsmodells berechnet; bzgl. der Berechnung siehe unteren Kasten. Der Verbleibende Kapitalfluss ist ein zeitlich unbegrenzter Wert, der wahrscheinlich gleichmäßig anwachsen wird. Der aktuelle Wert (nach dem Prognosezeitraum) dieses zeitlich unbegrenzten Werts wird als Verbleibender Kapitalfluss berechnet, geteilt durch die Kapitalisierungsquote (k-g). Der resultierende Restwert wird zum Bewertungstag diskontiert, um seinen aktuellen Wert zu berechnen.

Reply Deutschland AG

Anlage 4.1

Schätzung des Marktwerts von Aktienkapital

Mit Stand zum 31. März 2013

Gewichtete durchschnittliche Kapitalkostenanalyse (Weighted Average Cost of Capital, WACC)

Landeswährung in Millionen (wenn es nicht anders angegeben ist)

I. ANNAHMEN

			<i>Quelle/ Anmerkung</i>
Bewertungstag		31.03.2013	
Tag der Festsetzung des Aktienkurses		29.03.2013	
Risikofreier Zinssatz	(Rf)	2,4%	441-tägige durchschnitt. 15-jähr. STRIPS der BR Deutschland in EUR
Marktrisikoprämie	(MRP)	5,0%	
Relative Volatilität	(RV)	1,00	D&P Research
Länderrisikoprämie (<i>verwendet beim Kalkulationszinssatz auf Aktienkapital</i>)	(CRP a)	0,0%	D&P Research
Länderrisikoprämie (<i>verwendet beim Kalkulationszinssatz auf Fremdkapital</i>)	(CRP b)	0,0%	D&P Research
Small-Stock-Prämie	(SSP)	3,5%	
Alpha	α	0,0%	
Angestrebtes D/C		15,0%	
Spread		1,9%	441-tägige durchschnitt. 15-jähr. STRIPS der BR Deutschland in EUR - 441-tägige durchschnitt. 15-jähr. EUR-Composite (BBB)
Kalkulationszinssatz auf Fremdkapital vor Steuern	(i)	4,3%	Risikofreier Zinssatz + Spread
Körperschaftsteuersatz		29,5%	Laut Umfrage der KPMG zum Körperschaftsteuersatz in 2012 („KPMG Corporate Tax Rate Survey“)

II. BRANCHENKAPITALSTRUKTURANALYSE

Unternehmen	Land	Währung	Gesamte Nettoverbindlichkeiten (D) (1)	+ Klammer auf	Stammaktienpreis	x	Umlaufende Stammaktien	Marktwert des Aktienkapitals (E)	Klammer zu =	Gesamtkapital (D+E)	Beta historisch 5-jähr. monatlich	D/E	Verbindlichkeiten/Gesamtkapital	Körperschaftsteuersatz (t)	Vollständig selbst finanziertes Beta (2)
Atos S.A.	Frankreich	EUR	(201,2)		53,69		85,7	4.601,5		4.400,3	1,49	-4,4%	-4,6%	33,3%	1,54
Cap Gemini S.A.	Frankreich	EUR	(748,0)		35,50		157,7	5.599,1		4.851,1	1,45	-13,4%	-15,4%	33,3%	1,59
Engineering Ingegneria Informatica SpA	Italien	EUR	37,9		30,08		12,2	366,7		404,6	0,74	10,3%	9,4%	31,4%	0,69
Tieto Oyj	Finland	EUR	34,3		16,50		72,0	1.187,2		1.221,5	1,10	2,9%	2,8%	24,5%	1,08
Prodrive	Frankreich	EUR	30,4		6,40		4,3	27,3		57,7	0,75	111,3%	52,7%	33,3%	0,43
Reply S.p.A.	Italien	EUR	5,9		29,80		9,0	268,3		274,2	0,82	2,2%	2,2%	31,4%	0,81
Reply Deutschland AG	Deutschland	EUR	(14,9)		12,49		4,8	59,3		44,4	0,58	-25,1%	-33,5%	29,5%	0,71
Accenture plc	Irland	USD	(5.148,9)		75,97		650,1	49.386,4		44.237,5	0,81	-10,4%	-11,6%	12,5%	0,89
Computer Sciences Corporation	USA	USD	446,0		49,23		153,5	7.556,0		8.002,0	1,19	5,9%	5,6%	40,0%	1,15
Groupe Steria SCA	Frankreich	EUR	154,4		10,54		30,4	320,8		475,3	1,78	48,1%	32,5%	33,3%	1,35
RealTech AG	Deutschland	EUR	(5,8)		5,48		5,4	29,5		23,7	1,31	-19,5%	-24,2%	29,5%	1,52
GFI Informatique S.A.	Frankreich	EUR	70,0		3,40		53,8	182,9		252,9	1,43	38,3%	27,7%	33,3%	1,14
Sopra Group	Frankreich	EUR	204,0		57,75		11,9	685,7		889,7	1,15	29,8%	22,9%	33,3%	0,96
tielligence AG	Deutschland	EUR	29,9		11,20		30,0	336,0		365,9	0,75	8,9%	8,2%	29,5%	0,71
Branchendurchschnitt											1,10		5,3%		1,04
Branchenmittel											1,13		4,2%		1,02

III. RELEVATED BETA-ANALYSE

Vollständig selbst finanziertes (unlevered) Beta (auf Basis des Durchschnitts)
 Angestrebtes D/E
 Körperschaftsteuersatz

(3)

1,04
 17,6%
 29,5%

Relevered Beta (B) (4)

1,17

Reply Deutschland AG

Anlage 4.2

Schätzung des Marktwerts von Aktienkapital

Mit Stand zum 31. März 2013

IDW-S1-Diskontsatz

Landeswährung in Millionen (wenn es nicht anders angegeben ist)

I. ANNAHMEN

			Quelle/ Anmerkung
Bewertungstag		31.03.2013	
Tag der Festsetzung des Aktienkurses		29.03.2013	
Risikofreier Zinssatz	(Rf)	1,8%	Risikofreier Zinssatz nach Vermögenssteuersatz auf der Basis der Svensson-Methode
Marktrisikoprämie	(MRP)	5,0%	
D/C der Reply AG		0,0%	
Körperschaftsteuersatz		30,4%	

II. BRANCHENKAPITALSTRUKTURANALYSE

Unternehmen	Land	Währung	Gesamte Nettoverbindlichkeiten (D) (1)	+ Klammer auf	Stammaktienpreis	x	Umlaufende Stammaktien	Marktwert des Aktienkapitals (E)	Klammer zu =	Gesamtkapital (D+E)	Beta historisch 5-jährig monatlich	D/E	Verbindlichkeiten/ Gesamtkapital	Körperschaftsteuersatz (t)	Vollständig selbst finanziertes (unlevered) Beta (2)
Atos S.A.	Frankreich	EUR	(201,2)		53,69		85,7	4.601,5		4.400,3	1,49	-4,4%	-4,6%	33,3%	1,54
Cap Gemini S.A.	Frankreich	EUR	(748,0)		35,50		157,7	5.599,1		4.851,1	1,45	-13,4%	-15,4%	33,3%	1,59
Engineering Ingegneria Informatica SpA	Italien	EUR	37,9		30,08		12,2	366,7		404,6	0,74	10,3%	9,4%	31,4%	0,70
Tieto Oyj	Finnland	EUR	34,3		16,50		72,0	1.187,2		1.221,5	1,10	2,9%	2,8%	24,5%	1,08
Prodware	Frankreich	EUR	30,4		6,40		4,3	27,3		57,7	0,75	111,3%	52,7%	33,3%	0,57
Accenture plc	Irland	USD	(5.148,9)		75,97		650,1	49.386,4		44.237,5	0,81	-10,4%	-11,6%	12,5%	0,89
Computer Sciences Corporation	USA	USD	446,0		49,23		153,5	7.556,0		8.002,0	1,19	5,9%	5,6%	40,0%	1,15
Groupe Steria SCA	Frankreich	EUR	154,4		10,54		30,4	320,8		475,3	1,78	48,1%	32,5%	33,3%	1,38
RealTech AG	Deutschland	EUR	(5,8)		5,48		5,4	29,5		23,7	1,31	-19,5%	-24,2%	29,5%	1,52
GFI Informatique S.A.	Frankreich	EUR	70,0		3,40		53,8	182,9		252,9	1,43	38,3%	27,7%	33,3%	1,17
Indra Sistemas, S.A.	Spanien	EUR	636,7		9,30		162,8	1.514,0		2.150,7	0,44	42,1%	29,6%	30,0%	0,38
Sopra Group	Frankreich	EUR	204,0		57,75		11,9	685,7		889,7	1,15	29,8%	22,9%	33,3%	0,98

tielligence AG	Deutschland	EUR	29,9	11,20	30,0	336,0	365,9	0,75	8,9%	8,2%	29,5%	0,71
Branchendurchschnitt								1,11		10,4%		1,05
Branchenmittel								1,15		8,2%		1,08

III. RELEVATED BETA-ANALYSE

Vollständig selbst finanziertes (unlevered) Beta (auf Basis des Durchschnitts)		1,05
D/E der Reply AG		0,0%
Körperschaftsteuersatz	(3)	30,4%
Relevered Beta (B) (4)		1,05

IV. WACC-BERECHNUNG

		Kalkulationszinssatz auf Aktienkapital
		<hr/>
Kalkulationszinssatz auf Aktienkapital	$[Rf + B * MRP + RV + SSP + CRP a + \alpha]$	7,03%

Anmerkungen

- (6) Gesamte Nettoverbindlichkeiten enthalten Minderheitsbeteiligungs-Forderungen und Vorzugsaktien; Nettoverbindlichkeiten weisen darauf hin, dass Barmittel und kurzfristige Investments abgezogen wurden.
- (7) Unlevered (vollständig selbst finanziertes) Beta = $Beta / [1 + D/E (1 - \tau)]$. Für die Unternehmen Engineering Ingegneria Informatica SpA, Prodware, Groupe Steria SCA, GFI Informatique S.A., Indra Sistemas S.A. und Sopra Group gilt angesichts ihrer höheren Verschuldung: Unlevered Beta = $Equity\ Beta \times [E / (1 - \tau) D + E] + Debt\ Beta \times [(1 - \tau) \times D / (1 - \tau) D + E]$.
- (8) Das angestrichelte D/E basiert auf dem Verhältnis zwischen den Verbindlichkeiten und dem Gesamtkapital $(D/C) : D/E = (D/C) / (1 - D/C)$.
- (9) Relevered Beta = $Unlevered\ Beta * [1 + D/E (1 - \tau)]$.
- (10) Endgültiger WACC wird auf 50 Basispunkte gerundet.

Duff & Phelps B.V.
Rembrandt Tower, Amstelplein 1
1096 HA Amsterdam
The Netherlands

T +31 (0)20 851 5151
F +31 (0)20 851 5152
www.duffandphelps.com

Als führendes internationales und unabhängiges Beratungsunternehmen für Finanzen und Investmentbanking steht Duff & Phelps den Kunden mit zuverlässigen Dienstleistungen vornehmlich in den Bereichen Bewertung, Transaktionen, Sanierung, Rechtsstreitigkeiten und Steuerfragen mit zuverlässigen Beratungsleistungen zur Seite. Wir bieten unseren Kunden erstklassige Expertise und Ressourcen sowie schnellstmögliche Lieferung der benötigten Dienste. Duff & Phelps verfügt über Niederlassungen in Nordamerika, Europa und Asien und hat sich der Maximierung, dem Schutz und Erhalt von Vermögenswerten verschrieben. Dienstleistungen rund um das Investmentbanking erhalten Sie in den Vereinigten Staaten von Duff & Phelps Securities, LLC, im Vereinigten Königreich und Deutschland von Duff & Phelps Securities Ltd. Duff & Phelps Securities Ltd. ist bei der Financial Services Authority (Finanzdienstleistungsaufsicht im Vereinigten Königreich) akkreditiert und wird von dieser Institution beaufsichtigt. Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten Sie in Frankreich von der Duff & Phelps SAS. Weitere Informationen entnehmen Sie bitte unserer Website: www.duffandphelps.com (NYSE: DUF).