
Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

Zapf Creation AG, Rödental

auf die

MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main

Az.: 1 HK O 5811/23

31. Januar 2024



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	1
Abkürzungsverzeichnis.....	3
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	8
1.1 Auftrag.....	8
1.2 Auftragsdurchführung.....	8
2 Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung.....	11
2.1 Prüfungsgegenstand	11
2.2 Art und Umfang der Prüfung	11
3 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung	13
3.1 Börsenkurs	13
3.2 Ertragswert und Discounted Cash Flow-Methode	14
3.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren.....	16
3.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren.....	17
3.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin	18
4 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	19
4.1 Bewertungsobjekt.....	19
4.1.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	19
4.1.2 Wirtschaftliche Verhältnisse.....	21
4.1.2.1 Unternehmenshistorie	21
4.1.2.2 Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen	22
4.1.2.3 Geschäftsmodell und -strategie.....	23
4.1.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	27
4.1.3.1 Makroökonomisches Umfeld	27
4.1.3.2 Spielwarenbranche.....	29
4.1.3.3 Puppensegment	32
4.1.3.4 Wettbewerber	33
4.1.3.5 Vergleichsunternehmen	34
4.1.3.6 Peer Group der Bewertungsgutachterin.....	36
4.2 Vergangenheitsanalyse.....	37
4.2.1 Vermögenslage.....	37
4.2.2 Ertragslage.....	38
4.2.3 Bereinigungen der Ertragslage	44
4.3 Planungsanalyse	46
4.3.1 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung	46
4.3.2 Planungstreue.....	47
4.3.3 Planungsrechnung.....	48
4.3.3.1 Umsatzerlöse.....	49
4.3.3.2 Rohertrag.....	52
4.3.3.3 EBITDA.....	53

4.3.3.4	Investitionen- und Abschreibungen	55
4.3.3.5	Abschließende Würdigung	55
4.4	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	57
4.4.1	Nachhaltiges Ergebnis	57
4.4.2	Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau	58
4.4.3	Nettoumlaufvermögen	58
4.4.4	Finanzergebnis	59
4.4.5	Unternehmensteuern	60
4.4.6	Nettoeinnahmen	60
4.5	Kapitalkosten	62
4.5.1	Basiszinssatz	63
4.5.2	Marktrisikoprämie	63
4.5.3	Betafaktor	65
4.5.4	Wachstumsabschlag	68
4.5.5	Ermittlung der Kapitalkosten	69
4.6	Unternehmensbewertung	70
4.6.1	Ertragswertermittlung	70
4.6.2	Sonderwerte	70
4.6.2.1	Sonderdividende	70
4.6.2.2	Logistikgebäude	71
4.6.2.3	Steuerliche Verlustvorträge	72
4.6.2.4	Steuerliches Einlagekonto	72
4.6.2.5	Eventualverbindlichkeiten	72
4.6.3	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung	72
4.6.4	Plausibilisierung anhand vergleichender Multiplikator-Bewertung	74
4.7	Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	78
4.8	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	79
5	Abschliessende Erklärung	80
	Anhangsverzeichnis	81
	Anlagenverzeichnis	82

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
A&M	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
Abs.	Absatz
Adj.	Adjustierungen/Anpassungen
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Amazon	Amazon.com, Inc.
Apr	April
APV	Adjusted Present Value
AS	Aksjeselskap
ASA	Allmennaksjeselskap
Az	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BANDAI	BANDAI NAMCO Holdings Inc.
BAS	Bid-Ask-Spread
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
Build-A-Bear	Build-A-Bear Workshop, Inc.
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
BVS	Bundesverband des Spielwaren-Einzelhandels e.V.
bzw.	beziehungsweise
CA	Kanada
CAD	Kanadische Dollar
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
Character Group	The Character Group plc.
CN	China
CNY	Chinesischer Renminbi Yuan
d.h.	das heißt
D+S	D+S logistic GmbH
DCF	Discounted Cash Flow

Abkürzung	Definition
DIO	Lagerreichweite
DPO	Kreditorenlaufzeit
DSO	Zahlungsziel gegenüber Kunden
DVSI	Deutschen Verband der Spielwarenindustrie e.V
EBIT	Earnings before interest and taxes (Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EMEA	Europa, Mittlerer Osten und Afrika
ES	Spanien
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EV	Enterprise Value (Gesamtunternehmenswert)
exkl.	exklusive
EZB	Europäische Zentralbank
Fábricas Agrupadas	Fábricas Agrupadas de Muñecas de Onil, S.A.
FAUB	Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	Fortfolgend
Funko	Funko, Inc.
GBP	Britische Pfund Sterling
Gesellschaft; ZC AG	Zapf Creation AG
ggf.	gegebenenfalls
Giochi Preziosi	Giochi Preziosi S.p.A.
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Goldlok	Goldlok Holdings (Guangdong) Co.,Ltd
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Hasbro	Hasbro, Inc.
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Hochrechnung
HRB	Handelsregister Abteilung B
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.V.m.	in Verbindung mit

Abkürzung	Definition
i.W.	im Wesentlichen
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
ifo	ifo Institut (Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V.)
IFRS	International Financial Reporting Standards
ifW	Kiel Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel)
ImmoWertV	Immobilienwertermittlungsverordnung
IMRP	Implizite Marktrisikoprämie
Inc.	Incorporated
inkl.	inklusive
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Informationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds
IWH	Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle
JAKKS	JAKKS Pacific, Inc.
Jan	Januar
JP	Japan
JPY	Japanische Yen
Jul	Juli
KapZins	Kapitalisierungszinssatz
KPMG; Abschlussprüferin	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
Logistikgebäude	Logistikgebäude in der Mönchrödener Straße 8, 96472 Rödental
LLC	Limited Liability Company
LTM	Last Twelve Months
M&A	Merger & Acquisitions
m ²	Quadratmeter
Mattel	Mattel, Inc.
MC	Börsenkapitalisierung
MC Adj.	Börsenkapitalisierung nach Anpassungen
MGA	MGA Entertainment, Inc., Chatsworth, Kalifornien
MGA HK	MGA Entertainment (HK) Ltd.
MGAE AG; Hauptaktionärin	MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main
Mio.	Millionen
monatl.	monatlich

Abkürzung	Definition
Mrd.	Milliarden
MTP	Midterm Plan
N/A	Nicht anwendbar
N/M	Nicht aussagekräftig
NFT	Non-fungible token
NO	Norwegen
o.g.	oben genannte
OCF	Operativer Cashflow
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
Okt	Oktober
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
Peer Group	Gruppe von Unternehmen, die zu den Bewertungsobjekten vergleichbar sind
Pers. Est	Persönliche Ertragsteuer
PJSC Detsky Mir	Public Joint Stock Company Detsky Mir
Playmobil	Horst Brandstätter Group
plc	Public Limited Company
PwC; Bewertungsgutachterin	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
rd.	rund
Rn	Randnummer
RU	Russland
RWI	Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
Rz.	Randziffer
S.	Seite
Sep	September
Simba-Dickie	SIMBA-DICKIE-GROUP GmbH
sog.	sogenannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
Spin Master	Spin Master Corp.
TCF	Total Cashflow
TEUR	tausend Euro
TOMY	TOMY Company, Ltd.
Tsd.	Tausend
u.a.	unter anderem
UK	Vereinigtes Königreich
UmwG	Umwandlungsgesetz

Abkürzung	Definition
Unternehmensplanung	Unternehmensplanung des ZC-Konzerns
US/USA	Vereinigte Staaten
USD	US-amerikanische Dollar
Vgl.	Vergleiche
VWAP	Volume Weighted Average Price (Volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WBaT	Wertbeitrag aus Thesaurierung
WKN	Wertpapierkennnummer
wöchentl.	wöchentlich
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z.B	zum Beispiel
ZC-Aktien	Aktien der ZC AG
ZC ALH	Zapf Creation Auslandsholding GmbH, Rödental
ZC CZ	Betriebsstätte der ZC AG in Tschechien
ZC ES	Zapf Creation (España) S.L., Valencia
ZC HK	Zapf Creation (H.K.) Ltd, Kowloon
ZC UK	Zapf Creation (U.K.) Ltd., Milton Keynes
ZC US	Zapf Creation (U.S.) Inc., Atlanta
ZC-Konzern; Zapf	ZC AG und ihre Tochtergesellschaften
zzgl.	zuzüglich

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

- 1 Die MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main („**MGAE AG**“, „**Hauptaktionärin**“), eine 100% Tochtergesellschaft der MGA Entertainment, Inc., Chatsworth, Kalifornien („**MGA**“) und derzeitige unmittelbare Hauptaktionärin der Zapf Creation AG, Rödental („**ZC AG**“, „**Gesellschaft**“), beabsichtigt eine Verschmelzung der ZC AG auf die MGAE AG durchzuführen. In diesem Zusammenhang sollen die Aktien der Minderheitsaktionäre der ZC AG („**Minderheitsaktionäre**“) auf die MGAE AG gegen eine angemessene Barabfindung übertragen werden. Die Bekanntmachung der Verschmelzungsabsicht erfolgte am 9. Oktober 2023.
- 2 Die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ZC AG auf die MGAE AG soll auf der außerordentlichen Hauptversammlung der ZC AG am 20. März 2024 erfolgen. In dem Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat die Hauptaktionärin eine Barabfindung i.H.v. EUR 30,23 je Aktie der ZC AG festgelegt.
- 3 Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag der Hauptaktionärin vom Gericht ausgewählt und bestellt.
- 4 Mit Beschluss vom 17. Oktober 2023 hat das Landgericht Nürnberg-Fürth die A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München („**A&M**“, „**wir**“) zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung bestellt (Anlage A&M-001 „Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 17. Oktober 2023“).
- 5 Die MGAE AG hat die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main („**PwC**“, „**Bewertungsgutachterin**“) beauftragt, einen objektivierten Unternehmenswert der ZC AG auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zu ermitteln. In diesem Zusammenhang unterstützt PwC den Vorstand der MGAE bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG.
- 6 PwC hat am 30. Januar 2024 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Zapf Creation AG, Rödental, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG iVm. §§ 327a ff. AktG zum 20. März 2024 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung“ („**Bewertungsgutachten**“) vorgelegt. Der Vorstand der MGAE macht sich die Ausführungen von PwC im Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der ZC AG sowie zur angemessenen Barabfindung vollständig zu eigen.
- 7 Der finale Entwurf zum „Bericht der MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main, als Hauptaktionär der Zapf Creation AG, Rödental, über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Zapf Creation AG auf die MGAE Deutschland Holding AG sowie die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz i.V.m. § 62 Abs. 5 Satz 8 Umwandlungsgesetz“ („**Übertragungsbericht**“) mit Datum vom 30. Januar 2024 enthält das Bewertungsgutachten in vollständiger Fassung.

1.2 Auftragsdurchführung

- 8 Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293b bis 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisaufnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 20. Oktober 2023 aufgenommen und bis zum heutigen Tag in unseren Büros sowie aus dem häuslichen Arbeitszimmer durchgeführt. Außerdem haben wir eine Besichtigung des der ZC AG gehörenden Logistikzentrums in Rödental („**Logistikgebäude**“) vorgenommen.
- 9 Die ZC AG und die Bewertungsgutachterin haben uns die zur Durchführung von Bewertung und Prüfung relevanten Dokumente mittels eines gesicherten digitalen Datenraums zur Verfügung gestellt. Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Konzernabschluss sowie Konzernlagebericht nach International Financial Reporting Standards (IFRS) der ZC AG für die Geschäftsjahre (GJ) 2021-22;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Jahresabschluss nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) der ZC AG für die GJ 2021-22;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Prüfungsbericht über den Bericht des Vorstands über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen (Abhängigkeitsbericht) für die GJ 2020-22;
 - Vorläufige, konsolidierte Hochrechnung bestehend aus der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz nach IFRS der ZC AG für das GJ 2023;
 - Vorläufige Hochrechnung bestehend aus der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz der ZC AG für das GJ 2023;
 - Planungsrechnung für die ZC AG und ihre Tochtergesellschaften („**ZC-Konzern**“, „**Zapf**“) für das Budget-Jahr 2024 und die Planjahre 2025-26, bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) sowie Bilanz;
 - Weitere bewertungsrelevante Unterlagen und Informationen sowie Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen für die Jahre 2021-23;
 - Handelsregisterauszug ZC AG (Stand: 30. Januar 2024);
 - Satzung der ZC AG (Stand: 22. Juni 2023);
 - Bewertungsgutachten von PwC mit Datum 30. Januar 2024;
 - Dokumentation zur Bewertung des Logistikgebäudes von PwC mit Datum 26. Januar 2024;
 - Finaler Entwurf des Übertragungsbeschlusses mit Datum vom 30. Januar 2024 und
 - Finaler Entwurf des Übertragungsberichts mit Datum vom 30. Januar 2024.
- 10 Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und auf Kapitalmarktdaten der Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ und Bloomberg zurückgegriffen.
- 11 Das Bewertungsgutachten hat uns vor seiner Fertigstellung bereits im Entwurf vorgelegen.
- 12 Der Vorstand der ZC AG hat uns mit Datum vom 30. Januar 2024 eine Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung von Bedeutung sind, nach seiner Kenntnis i.W. vollständig und richtig erteilt worden sind.
- 13 Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch PwC im Sinne einer Parallelprüfung aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt. Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.
- 14 Unsere Prüfungsergebnisse beruhen i.W. auf der Prüfung von Unterlagen der ZC AG, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und ergänzend durch die Bewertungsgutachterin erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.
- 15 Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG den folgenden Bericht.
- 16 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am heutigen Tag und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der ZC AG wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Beurteilung der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir am Tag der Hauptversammlung entsprechende Stichtagserklärungen einholen und ggf. Aktualisierungen vornehmen.

- 17 Bei unserer Prüfung haben wir den „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) beachtet.
- 18 Der Bewertungsstichtag entspricht dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, 20. März 2024.
- 19 Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Diese umfassen die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlung der ZC AG und die Vorlage beim zuständigen Gericht.
- 20 Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.
- 21 Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage A&M-002 beigefügten „Standard Terms of Business for Valuation Services“ der A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in der Fassung vom Mai 2020 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

2 GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

2.1 Prüfungsgegenstand

- 22 Gegenstand unserer Prüfung ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
 - welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.
- 23 Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung des Aktienbesitzes der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Dieser Bericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung.
- 24 Ferner ist nicht Aufgabe des gesetzlichen Prüfers, die Zweckmäßigkeit oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir ihn als eine wichtige Unterlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.

2.2 Art und Umfang der Prüfung

- 25 Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich zunächst anhand der Prüfung der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat dann die der Ermittlung der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel sind und die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet sind.
- 26 Bei der Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich auch Börsenkurse als Wertuntergrenze heranzuziehen. Die ZC AG ist nicht börsennotiert i.e.S., d.h. die Aktien der ZC AG („**ZC-Aktien**“) sind nicht zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen und werden nur im Freiverkehr der Börsen Düsseldorf, Hamburg und München gehandelt. Im vorliegenden Fall ist daher die Beurteilung eines Börsenkurses als potenzielle Wertuntergrenze für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung zu analysieren.
- 27 Wir haben im Rahmen unserer Arbeiten folgende Prüfungsschwerpunkte gesetzt:
- Angemessenheit der Bewertungsmethodik und zutreffende Anwendung des IDW S 1;
 - Plausibilität der Planungsrechnung
 - Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses;
 - Plausibilität der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes;
 - Plausibilisierung des Unternehmenswerts u.a. auf Basis einer vergleichenden Multiplikator-Bewertung; und
 - Relevanz des Börsenkurses im Rahmen der Ableitung der angemessenen Barabfindung.
- 28 Zur Beurteilung der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin und der Festlegung der einzelnen bewertungsrelevanten Parameter durch die Bewertungsgutachterin sowie für die Beurteilung des durch die Bewertungsgutachterin insgesamt ermittelten Unternehmenswerts

- je Aktie und der Angemessenheit der Barabfindung haben wir die einzelnen Schritte der Wertermittlung der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und anhand eigener Analysen plausibilisiert. Auf Basis dieser eigenen Analysen haben wir eine eigene Bewertung zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorgenommen.
- 29 Für die Prüfung der Unternehmensbewertung hat uns die Bewertungsgutachterin Bewertungsmodelle in elektronischer Form sowie das Bewertungsgutachten zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus haben wir uns mit der Bewertungsgutachterin zu Einzelfragen mündlich ausgetauscht.
- 30 Die Angaben in unserem Bericht beschränken sich auf die nach unserer Auffassung für die Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wesentlichen Aspekte; die übrigen Analysen haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.
- 31 Wir haben keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist von der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin („KPMG“, „**Abschlussprüferin**“) uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
- 32 Wir weisen zudem darauf hin, dass wir eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der steuerrechtlichen Auswirkungen, ebenso wenig vorgenommen haben wie eine Prüfung des Vorgehens.

3 ANGEMESSENHEIT DER BEWERTUNGSMETHODE ZUR ERMITTLUNG DER ABFINDUNG

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

3.1 Börsenkurs

34 Der IDW S 1 beschreibt in Tz. 16, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen, z.B. Abfindung gemäß §§ 327a f. AktG, der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln ist.

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

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

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

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

39 Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.

40 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
- der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktengung nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
- eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.

41 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).

42 Ferner besagt § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO, dass der Börsenwert dann nicht als Wertuntergrenze anwendbar ist, wenn kumulativ folgende Bedingungen erfüllt sind:

- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
- Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.

43 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W 5/15).

44 In seinem aktuellen Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, hat der BGH klargestellt, dass der Börsenkurs (allein) eine geeignete Grundlage darstellen kann, um die Barabfindung nach § 305 AktG und den Ausgleich nach § 304 AktG zu bestimmen. Somit wird in diesem Urteil dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Barabfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Marktengpass nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO.

45 Als zentrales Kriterium für die Ableitung des Unternehmenswerts aus dem Börsenkurs wird für den konkreten Fall eine effektive Informationsbewertung durch den Markt gefordert, weil nur unter dieser Bedingung eine Verbindung zwischen dem „wahren“, „wirklichen“ Wert der Beteiligung und dem Börsenkurs besteht. Für eine solche Analyse wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt. Zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses sind neben der oben erwähnten Analyse der Verkehrsfähigkeit der Aktie umfangreiche Untersuchungen der vorhandenen Informationsbasis und des Informationsflusses sowie eine tiefgehende Analyse der Aktienliquidität notwendig.

3.2 Ertragswert und Discounted Cash Flow-Methode

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

47 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (siehe Kapitel 3.4: „Liquidations- und Substanzwertverfahren“).²

48 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).

49 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden. Bei der direkten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse um die Fremdkapitalkosten vermindert und danach in einem Schritt diskontiert.

¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 25.

² Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.

- 50 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass unsere Prüfung die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 zugrunde legt, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

Vorgehensweise einer Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

- 51 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.³ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.⁴
- 52 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sog. Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert i.d.R. auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 53 Für den Fall, dass sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 54 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass sich die jährlichen Überschüsse konstant oder konstant wachsend verhalten.⁵
- 55 Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.
- 56 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.
- 57 Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.
- 58 Sollten Sachverhalte im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, so sind diese gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen

³ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 75 ff.

beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.

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

3.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren

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

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

- 62 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend den Grundsätzen des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode im Rahmen unserer Prüfung lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertungsgutachterin im Zusammenhang mit ihrer Bewertung nach der Ertragswert-Methode.⁶

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

Börsenmultiplikatoren

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

- 65 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren. Für die Multiplikator-Bewertung legen wir daher eine Gruppe aus Vergleichsunternehmen (siehe Kapitel 4.1.3.5: „Vergleichsunternehmen“) sowie die Konsensschätzungen der Bezugsgrößen durch die Analystengemeinde zugrunde. Unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit des Bewertungsobjektes stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren auf den EBITDA als Bezugsgröße ab.

- 66 Im ersten Schritt führen wir eine Plausibilisierung des Ertragswerts mithilfe von EV/EBITDA-Multiplikatoren durch. Hierbei werden die Gesamtunternehmenswerte der Vergleichsunternehmen in Relation zu den prognostizierten zukünftigen EBITDA-Werten gesetzt.

Transaktionsmultiplikatoren

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

- 68 Im Rahmen der Analyse der auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenlagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise können

⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen berücksichtigen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge für bspw. sog. Übernahmepremien enthalten. Dies ist in der Praxis häufig beobachtbar, lässt sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren.

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

70 Im Rahmen der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren haben wir, sofern entsprechende Daten verfügbar waren, auf die gleiche Bezugsgröße wie bei der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren abgestellt.

3.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren

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

72 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.⁷

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

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

75 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird ein Substanzwert i.S. eines (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.⁸

76 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin einen überschlägigen Liquidationswert der ZC AG bestimmt. Wir haben die Annahmen und Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Im Ergebnis liegt der überschlägig ermittelte Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts (zzgl. Sonderwerten), sodass ihm keine Relevanz für die Unternehmensbewertung des ZC-Konzerns und der Ableitung des Werts je Aktie zukommt.

77 Wir halten die Einschätzung von PwC aufgrund der von uns im Rahmen der Prüfung vorgenommenen eigenen Analyse zur Höhe des Ertragswerts, des Börsenpreises und etwaiger realisierbarer stiller Reserven der ZC AG, für sachgerecht. Da zudem nach

⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140 f.

⁸ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

Auskünften des Vorstands der ZC AG aufgrund des erwarteten Ertragspotenzials eine Liquidation der ZC AG nicht beabsichtigt ist, ist es ebenfalls sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

3.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 78 Wir halten die Wahl des Ertragswertverfahrens als Bewertungsmethode, mit der die Bewertungsgutachterin das operative Geschäft der ZC AG bewertet hat, für sachgerecht.
- 79 Die Bewertungsgutachterin hat folgende Vermögenswerte gesondert bewertet und dem Ertragswert hinzugefügt:
- (i) Überschüssiger Kassenbestand; sowie
 - (ii) Logistikgebäude in der Mönchrödener Straße 8, 96472 Rödentel.
- 80 Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen liegt auskunftsgemäß nicht vor. Vor diesem Hintergrund halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.
- 81 Die Aktien der ZC AG werden im Freiverkehr der Börsen Düsseldorf, Hamburg und München gehandelt, wobei die Einbeziehung in den Freiverkehrshandel an den genannten Handelsplätzen nicht auf Antrag der Gesellschaft erfolgt. Mit Bezug auf den Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, haben wir zusätzlich untersucht, ob der Börsenkurs der ZC AG als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen werden kann. Wir sind zum Ergebnis gekommen, dass der Börsenkurs der ZC AG als eigenständige Bewertungsmethode allein schon infolge der eingeschränkten Liquidität der Aktien nicht verwendet werden kann.⁹
- 82 Ferner haben wir die Eignung des Börsenkurses als potenzielle Wertuntergrenze für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung geprüft und halten den Börsenkurs der ZC AG grundsätzlich als Untergrenze der Barabfindung für anwendbar.

⁹ Zur Analyse der ausgewählten Liquiditätskriterien verweisen wir auf unsere Ausführungen zum unternehmenseigenen Betafaktor im Kapitel 4.5.3: „Betafaktor“.

4 PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

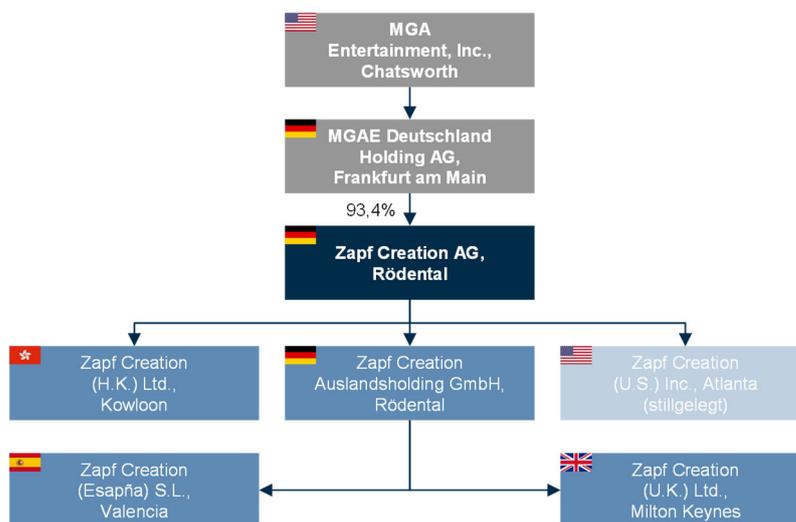
4.1 Bewertungsobjekt

4.1.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Rechtliche Verhältnisse

- 83 Die ZC AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Rödental (Bayern). Die Gesellschaft ist im Handelsregister unter der Nummer HRB 2995 beim Amtsgericht Coburg eingetragen. Gemäß der Satzung mit Stand vom 22. Juni 2023 ist der Gegenstand des Unternehmens die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Puppen, Spielwaren, Baby und/oder Kinderbekleidung und Freizeitartikeln aller Art sowie die Vermarktung dieser Produkte durch Lizenzvergabe. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr. Der Abschlussprüfer für die GJ 2021-22 ist KPMG.
- 84 Das Grundkapital der ZC AG beträgt EUR 6.431.951,00 und ist eingeteilt in 6.431.951 nennwertlose, auf den Namen lautende Stückaktien. Die Aktien der ZC AG notieren derzeit im Freiverkehr der Börsen Düsseldorf, Hamburg und München unter der internationalen Wertpapiernummer (ISIN) DE000A2TSMZ8; die Einbeziehung in den Freiverkehrshandel an den genannten Handelsplätzen erfolgt nicht auf Antrag der ZC AG.
- 85 Die MGAE AG ist eine 100% Tochtergesellschaft der MGA und derzeitige unmittelbare Hauptaktionärin der ZC AG mit 6.005.442 ZC-Aktien, d.h. einem Anteilsbesitz von rd. 93,4%. Die verbleibenden Anteile an der ZC AG sind dem Streubesitz zuzuordnen.
- 86 Der ZC-Konzern besteht aus der Muttergesellschaft ZC AG sowie Tochtergesellschaften im In- und Ausland. An sämtlichen Tochtergesellschaften ist die ZC AG direkt oder indirekt zu 100% beteiligt.
- 87 Nachfolgende Abbildung fasst die Konzern- und Beteiligungsstruktur der ZC AG zum 31. Dezember 2023 zusammen:

Abbildung 1: ZC AG – Konzern- und Beteiligungsstruktur zum 31. Dezember 2023



Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.
Anmerkung: Der Anteilsbesitz beträgt jeweils 100%, sofern nicht anders angegeben.

- 88 Der ZC-Konzern umfasst folgende Gesellschaften:
- Die ZC AG übernimmt als Muttergesellschaft des ZC-Konzerns Zentralfunktionen wie Finanzierung, Rechnungswesen, Controlling, IT, Personal, allgemeine Verwaltung, strategisches Marketing, Produktentwicklung sowie Design. Die ZC AG ist darüber hinaus für den Vertrieb in Zentral- und Osteuropa sowie zum Teil in nord- und südeuropäischen Ländern verantwortlich.

- Die Zapf Creation (U.K.) Ltd. („**ZC UK**“), Zapf Creation (H.K.) Ltd. („**ZC HK**“) und Zapf Creation (España) S.L. („**ZC ES**“) sind jeweils für die Vermarktung und den Vertrieb des Produktportfolios im Vereinigten Königreich (**UK**), Hongkong und Spanien zuständig.
 - Die Zapf Creation Auslandsholding GmbH („**ZC ALH**“) fungiert als Holdinggesellschaft für die Vertriebsgesellschaften in Spanien und im UK.
 - Die Zapf Creation (U.S.) Inc. („**ZC US**“) ist eine stillgelegte Vertriebsgesellschaft in den USA.
- 89 Darüber hinaus unterhält der ZC-Konzern eine Betriebsstätte in Tschechien („**ZC CZ**“) für den Vertrieb von Zapf- und MGA-Produkten in Tschechien und der Slowakei.
- 90 Im Geschäftsjahr 2023 beschäftigte der ZC-Konzern durchschnittlich 128 Mitarbeiter (ohne Vorstandsmitglieder und Auszubildende), davon entfielen 121 auf die ZC AG, sechs auf die ZC UK und eine Person auf die ZC ES. Der Großteil der Belegschaft ist in der Produktentwicklung, dem Einkauf und dem Vertrieb angestellt.
- 91 Die Struktur des ZC-Konzerns ist wesentlich durch die strategische Kooperation mit dem MGA-Konzern und nahestehenden Unternehmen geprägt. Die Kooperation trat am 1. Januar 2007 in Kraft und regelt die Zusammenarbeit in den Funktionsbereichen Vertrieb, Beschaffung, Administration, IT und Lizenzen. Zwischen dem ZC-Konzern und dem MGA-Konzern bestehen die folgenden wesentlichen Verträge:
- **Management Services Agreement:** Die ZC AG erbringt für MGA in der EMEA-Region bestimmte Führungs- und Managementdienstleistungen sowie Vertriebs- und Marketingdienstleistungen.
 - **MGA-Lizenzvereinbarungen:** Die ZC AG hat das Recht die von MGA entwickelten Produkte in „Zapf Territory“ (d. h. weltweit ausgenommen Nord- und Südamerika, Asia-Pacific ohne Australien, Neuseeland und China) zu vertreiben und zahlt MGA dafür eine Kommission auf die damit erwirtschafteten Umsätze. MGA hat wiederum das Recht Zapf-Produkte in „MGA Territory“ (Nord- und Südamerika, Asia-Pacific ohne Australien, Neuseeland und China) zu vertreiben und zahlt Zapf einerseits für die Entwicklung der Produkte und andererseits für die Eigentumsrechte von Zapf eine Kommission.
 - **Dienstleistungsvertrag Hongkong/China:** Die MGA Entertainment (HK) Ltd. („**MGA HK**“) erbringt alle betrieblichen Dienstleistungen in Hongkong/China für die ZC HK, insbesondere Leistungen im Zusammenhang mit der Entwicklung („**MGA-Entwicklungsvereinbarung**“), Beschaffung („**MGA-Beschaffungsvereinbarung**“) und dem Vertrieb von Zapf-Produkten sowie Buchhaltungsleistungen.
 - **Shared Services Agreements:** Die ZC AG und MGA haben die gemeinsame Nutzung bestimmter Anlagen und Einrichtungen sowie Mitarbeiter im UK und Benelux vereinbart. Des Weiteren unterstützt die ZC AG den Vertrieb (z.B. im Bereich der IT und Logistik) von MGA-Produkten in Deutschland, Österreich, Tschechien und der Slowakei. Der Vertrieb von Zapf-Produkten in Polen, Australien, Italien und Frankreich (für eine bestimmte Kundengruppe) erfolgt wiederum über Gesellschaften des MGA-Konzerns.

Steuerliche Verhältnisse

- 92 Die Gesellschaft wird beim Finanzamt Coburg geführt. Die letzte steuerliche Außenprüfung fand bei der ZC AG im März und April 2018 statt. Die Prüfung umfasste die Körperschaft-, Gewerbe- und Umsatzsteuer für die Veranlagungszeiträume 2014-16. Der Prüfungsbericht datiert vom 19. April 2018. Die Ergebnisse der Betriebsprüfung wurden bereits im Abschluss 2020 bilanziell berücksichtigt.
- 93 Die steuerlichen Verlustvorträge der ZC AG wurden im GJ 2021 vollständig aufgebraucht. Die Verlustvorträge der Tochtergesellschaften belaufen sich zum Ende des GJ 2022 auf insgesamt EUR 10,8 Mio. und wurden von der Bewertungsgutachterin – soweit nutzbar – bei der Ertragswertermittlung werterhöhend berücksichtigt.
- 94 Das steuerliche Einlagekonto der ZC AG wird zum 31. Dezember 2023 auf EUR 28,9 Mio. geschätzt. Bei einer Fortführungsannahme des Unternehmens kommt das steuerliche Einlagekonto nicht zum Tragen, da künftige Ausschüttungen durch den steuerlich ausschüttbaren Gewinn gedeckt sind und keine steuerliche Einlagenrückgewähr vorliegt.

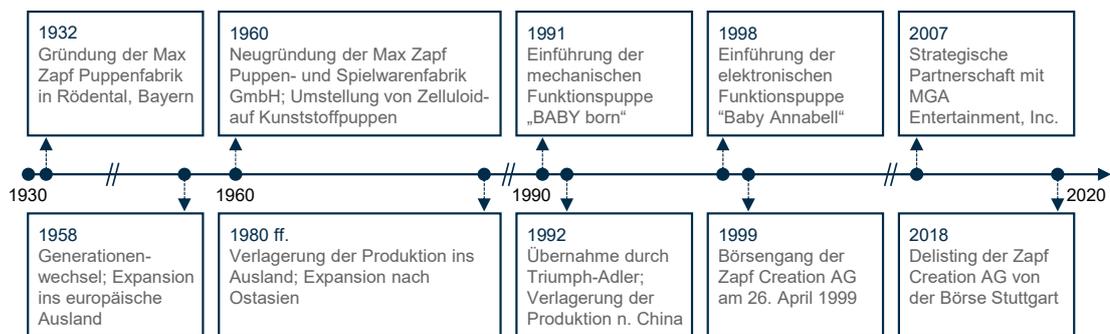
Dementsprechend ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto kein zusätzlicher Wertbeitrag.

4.1.2 Wirtschaftliche Verhältnisse

4.1.2.1 Unternehmenshistorie

- 95 Die Geschichte der ZC AG reicht bis in die 1930er Jahre zurück. Nachfolgende Abbildung fasst die Meilensteine der Unternehmensgeschichte zusammen:

Abbildung 2: ZC AG – Unternehmenshistorie



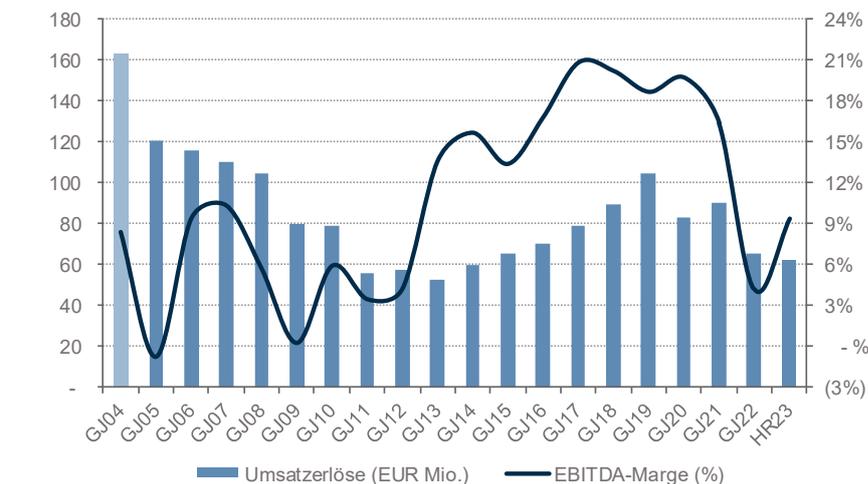
Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 96 Die Ursprünge der ZC AG liegen in der Gründung der Max Zapf Puppenfabrik im Jahr 1932 in Rödental, Bayern. Nach erfolgtem Generationswechsel im Jahr 1958 expandierte das Unternehmen ins europäische Ausland. In den 1960er-Jahren stellte die neu gegründete Max Zapf Puppen- und Spielwarenfabrik GmbH die Produktion von Zelluloid- auf Kunststoff-Puppen um und baute ihre Marktposition kontinuierlich aus. Zu dieser Zeit führte das Unternehmen auch Aufblas- und Schwimmartikel im Sortiment.
- 97 Ab 1980 wurde die Produktion ins Ausland verlagert und wenig später expandierte Zapf nach Ostasien; seit 1992 produziert das Unternehmen in China und seit 1995 werden Zapf-Puppen in den USA angeboten.
- 98 Im Jahr 1991 führte Zapf die mechanische Funktionspuppe „BABY born“ ein. Das Spielkonzept entwickelte sich zu einem der umsatzstärksten Produkte im Puppenbereich. Bis heute wurden weltweit mehr als 24 Millionen BABY born Puppen verkauft. 1998 folgte die elektrische Funktionspuppe „Baby Annabell“ und erreichte in den Folgejahren vor allem im UK hohe Absatzzahlen.
- 99 1992 wurde das Unternehmen an die TA Spiel- und Freizeit Holding GmbH, ein Mitglied der Triumph-Adler Gruppe, verkauft. Im Jahr 1999 erfolgte die Umwandlung der GmbH in eine Aktiengesellschaft; am 26. April 1999 ging die neu gegründete ZC AG an die Deutsche Börse. 2001 hat die Triumph-Adler Gruppe ihre Beteiligung an der ZC AG vollständig abgegeben und 2006 hat sich das Unternehmen mit der Stilllegung der ZC US aus dem US-Markt zurückgezogen. Seit 2007 besteht eine strategische Partnerschaft der ZC AG mit dem US-Spielwarenhersteller MGA (der u.a. Zapf-Produkte unter der Lizenz der ZC AG in den USA vertreibt).
- 100 Zuvor hatte die Bandai GmbH – eine Tochtergesellschaft des japanischen Spielwarenkonzerns BANDAI NAMCO Holdings Inc. („**BANDAI**“) – versucht durch ein freiwilliges Übernahmeangebot von EUR 10,50 je ZC AG-Aktie eine Mehrheitsbeteiligung an der ZC AG zu erwerben. Die Übernahme scheiterte allerdings an der Unterschreitung der festgelegten Annahmeschwelle von mindestens 75% der ausstehenden ZC AG-Aktien.
- 101 Im Jahr 2018 erfolgte das Delisting der Gesellschaft von der Börse Stuttgart; nach Handelsschluss am 4. Oktober 2018 ist die ZC AG nicht mehr an der Börse Stuttgart notiert. Die ZC-Aktien werden weiterhin im Freiverkehr der Börsen Düsseldorf, Hamburg und München gehandelt.

4.1.2.2 Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen

- 102 Die Entwicklung der Umsatzerlöse und Margen des ZC-Konzerns war in der Vergangenheit starken Schwankungen ausgesetzt. Insbesondere haben konjunkturelle Auf- und Abschwünge und die wechselhafte Nachfrage im Markt für Spiel- und Funktionspuppen, dem Kernsegment des ZC-Konzerns, einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung.
- 103 Nachfolgende Abbildung zeigt Umsatzerlöse und EBITDA-Margen des ZC-Konzerns im Zeitraum 2004-23.¹⁰

Abbildung 3: ZC-Konzern – Umsatzerlöse und EBITDA 2004-23 (bereinigt)



- 104 Die Darstellung beruht auf den von uns bereinigten Daten. Es ist anzumerken, dass das GJ 2004 noch das US-Geschäft beinhaltet und somit nicht vergleichbar zum Zeitraum 2005-23 ist. Eine rückwirkende Anpassung der Umsatzerlöse nach der Stilllegung der ZC US im GJ 2006 liegt nur für die GJ 2005-06 vor.
- 105 Die von uns durchgeführten EBITDA-Bereinigungen beziehen sich i.W. auf Restrukturierungseffekte, Wechselkursgewinne/-verluste und Mieterlöse.¹¹ Die EBITDA-Bereinigung für die letzten drei Jahre (2021-23) werden ausführlich in Kapitel 4.2.3: „Bereinigungen der Ertragslage“ erläutert.
- 106 Ausgehend von Abbildung 3 kann eine hohe Zyklizität der Umsatzerlöse und EBITDA-Margen festgestellt werden. Dabei kann die Entwicklung der Umsatzerlöse in den Jahren 2005-23 grob in drei Phasen eingeteilt werden:
- Zunächst sind die Umsatzerlöse von ihrem Höchststand von EUR 120,7 Mio. im GJ 2005 auf den Tiefststand von EUR 52,6 Mio. im GJ 2013 eingebrochen. Der Rückgang kann den im Frühjahr 2005 aufgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen (Personalabbau, Neuordnung des Vertriebs, Produktumstellung und Reorganisation der Beschaffungsprozesse), rückläufigen Märkten, verschärftem Wettbewerb und den Negativfolgen der Finanz- und Staatsschuldenkrise zugeschrieben werden.
 - In den Folgejahren ab GJ 2014 setzte nach der organisatorischen Neuaufstellung (insbesondere im Vertrieb) eine Umsatzerholung ein. Der ZC-Konzern konnte ebenfalls vom positiven Marktumfeld profitieren. Mit dem aktualisierten Produktportfolio erreichte der ZC-Konzern im GJ 2019 wieder einen Umsatz von EUR 104,9 Mio.
 - Der Zeitraum 2020-23 war wiederum von rückläufigen Umsatzerlöse geprägt. Nach dem kurzzeitigen Anstieg im GJ 2021 auf EUR 90,5 Mio. (Spielwaren-Boom in der Corona-Hochphase) gingen die Umsätze im GJ 2023 auf EUR 62,1 Mio. zurück. Die im GJ 2021 in Verbindung mit der Corona-Krise aufgebauten hohen Lagerbestände der Händler

¹⁰ Das GJ 2023 stand zum Zeitpunkt der Berichterstellung nur als Hochrechnung („HR“) zur Verfügung.

¹¹ Die durchgeführten Bereinigungen führen zu keinen abweichenden Schlussfolgerungen gegenüber der Bewertungsgutachterin.

wirkten sich negativ auf die Verkäufe der Gesellschaft in den Folgejahren aus. Darüber hinaus haben der Ukraine-Krieg, die hohe Inflation und die damit verbundene Kaufzurückhaltung, insbesondere im Bereich der Spiel- und Funktionspuppen (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“), die Umsatzentwicklung negativ beeinflusst.

107 Die starken Schwankungen der EBITDA-Marge in den Jahren 2005-23 haben den folgenden Hintergrund:

- Das GJ 2005 war von der strategischen Neuausrichtung, der laufenden Sonderprüfung und dem Austausch der Unternehmensführung gekennzeichnet. Dies führte zu einem Effizienzverlust in allen betrieblichen Bereichen und einer negativen EBITDA-Marge von -0,7 %.
- Nach der organisatorischen Umstellung im GJ 2005 (darunter eine Mitarbeiterreduktion von 408 auf 322 jeweils zum Jahresende) erholte sich die EBITDA-Marge im Folgejahr 2006 auf 9,4%.
- Im Zuge der Finanzkrise kam es zu erneuten Margeneinbrüchen (0,2% im GJ 2009) aufgrund sinkender Umsätze bei gleichbleibenden bzw. steigenden Kosten (vor allem für Material und Logistik).
- Nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise stieg die EBITDA-Marge zeitweise auf 20,8% (GJ 2017). Hauptursächlich für die positive Margenentwicklung waren höhere Umsätze und weitere Einsparungen (insbesondere im Personalbereich mit einem Tiefstand von 66 Mitarbeitern im GJ 2013).
- In der jüngsten Vergangenheit ist die EBITDA-Marge wieder unter Druck geraten (4,2% im GJ 2022). Als wesentliche Gründe sind rückläufige Umsätze nach dem Ende der Corona-Einschränkungen und der Inflationsanstieg seit Ausbruch des Ukraine-Kriegs zu nennen.

108 Eine ausführliche Behandlung der Ertragslage des ZC-Konzerns in den letzten drei Jahren (2021-23) findet sich in Kapitel 4.2.2: „Ertragslage“.

4.1.2.3 Geschäftsmodell und -strategie

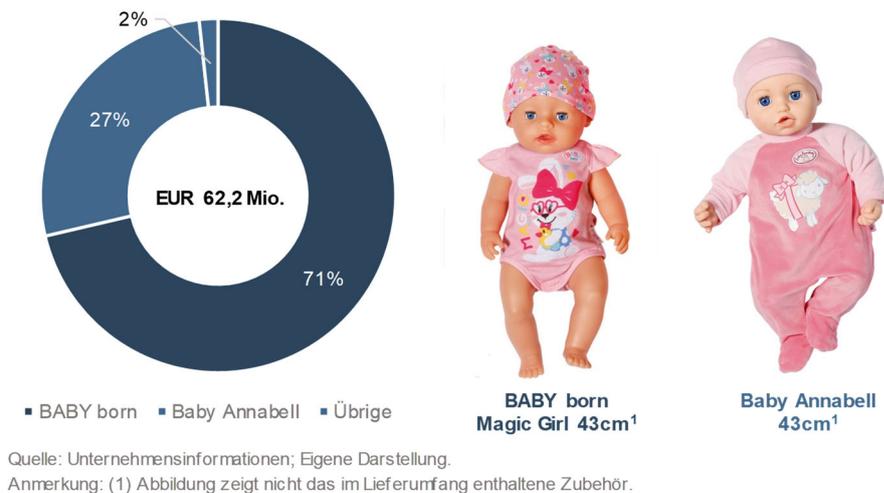
109 Die ZC AG ist ein weltweiter Markenanbieter von Kinderspielzeug. Die Gesellschaft entwickelt und vertreibt i.W. Spiel- und Funktionspuppen mit einem umfangreichen Zubehörkatalog. Die Hauptzielgruppe bilden Mädchen im Alter von zwei bis acht Jahren. Das Produktportfolio ist durch die Marken bzw. Produktlinien BABY born und Baby Annabell geprägt. Die Fokus-Absatzmärkte des ZC-Konzerns in Europa sind Deutschland und UK/Irland. Auf dem amerikanischen Kontinent und in großen Teilen Asiens werden Zapf-Produkte im Rahmen der MGA-Lizenzvereinbarungen (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“) durch den MGA-Konzern vertrieben.

110 Im Folgenden gehen wir auf die Produktstrategie, den Fertigungsprozess, die Kundenstruktur, die Vertriebsregionen und das Marketing des ZC-Konzerns ein.

Produktstrategie

111 Im Zentrum der Produktstrategie stehen die beiden Kernmarken BABY born und Baby Annabell mit einem gemeinsamen Umsatzanteil von 98% im HR-Jahr 2023. Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Umsatzerlöse nach Marken und die beiden Hauptprodukte der Marken BABY born und Baby Annabell:

Abbildung 4: ZC-Konzern – Umsatzerlöse nach Marken (HR-Jahr 2023) und Hauptprodukte



- 112 Die klassische BABY born-Puppe ist eine 43cm große mechanische Spielpuppe mit einem Vinyl-Körper. Die Puppe verfügt über realistische Funktionen, wie z.B. essen, trinken, weinen, schlafen und „aufs Töpfchen gehen“, die keinen Batteriebetrieb erfordern. Die BABY born-Puppe ist als „Magic Girl“ und „Magic Boy“ sowie in unterschiedlichen Hautfarben verfügbar. Darüber hinaus werden kleinere Varianten der BABY born-Puppe in den Größen 7cm („BABY born Minis“), 30cm („BABY Born My First“) und 36cm („BABY born Little“) vertrieben. Der umfangreiche Zubehörkatalog umfasst Kleidung, Accessoires, Spielzeug und Babyausstattung (z.B. Tischsitz, Babyschale, Kinderwagen, etc.) für die Hauptprodukte.
- 113 Baby Annabell ist eine batteriebetriebene Spielpuppe mit einem weichen Körper und lebensechten Funktionen, wie z.B. schmatzen und geräuschvoll schluchzen. Die Puppe ist ebenfalls als Junge („Baby Annabell Alexander“) und in verschiedenen Größen für (Klein-)Kinder unterschiedlichen Alters verfügbar. Wie auch bei der BABY born-Produktlinie wird umfangreiches Zubehör für Baby Annabell angeboten.
- 114 Neben den beiden Kernmarken BABY born und Baby Annabell werden auch Spiel- und Funktionspuppen bzw. Zubehör unter den Marken „CHOU CHOU“ (Babypuppen im Cartoon-Stil) und „Dolly Moda“ (Puppenkleidung) vertrieben. Darüber hinaus bietet der ZC-Konzern Produkte anderer Spielwarenkategorien an, darunter Plüschtiguren bzw. Kuschelpuppen der Marke „Heidi“.
- 115 Im Vordergrund der Produktstrategie stehen qualitativ hochwertige Produkte. Dazu zählen z.B. natürliche Bewegungsabläufe und eine sichere Handhabung der Puppen. Die verwendeten Materialien werden regelmäßig in eigenen Laboren und von autorisierten Prüfstellen auf ihre mechanischen und physikalischen Eigenschaften getestet. Nach Angaben der Gesellschaft erfüllen Zapf-Produkte alle relevanten gesetzlichen Vorgaben in vollem Umfang (darunter die europäischen Spielwarennorm EN 71 und EU Spielzeugrichtlinie 2009/48/EG).
- 116 Darüber hinaus schreibt der ZC-Konzern Produktinnovationen eine hohe Bedeutung zu. So stellte die Einführung der BABY born-Puppe im Jahr 1991 eine Neuerung im Bereich der Spiel- und Funktionspuppen dar. Die verschiedenen Funktionen konnten erstmals ohne den Einsatz von Batterien durch mechanische Hebel- und Pumpmechanismen zuverlässig ausgelöst werden, um Langlebigkeit und geringe Folgekosten zu gewährleisten. Um weiterhin innovative Produkte anzubieten, unternimmt der ZC-Konzern regelmäßige Tests und befragt Konsumenten zu Produktneuentwicklungen.

Fertigungsprozess

- 117 Der Fertigungsprozess beginnt mit der Konzeption von Funktionsumfang und Design der Zapf-Produkte in Deutschland. Die technische Umsetzung erfolgt dann im Rahmen der MGA-Entwicklungsvereinbarung durch die MGA HK. Die Auswahl und Überwachung der asiatischen

Lieferanten, Produktionsplanung, Warenbeschaffung und Qualitätssicherung obliegt ebenfalls der MGA HK (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“).

- 118 Die Spielwaren werden ausschließlich in Hongkong/China hergestellt. Die für die Produktion benötigten Werkzeuge und Spritzgussformen sind Eigentum der ZC AG und werden den lokalen Produzenten zur Verfügung gestellt.

Kundenstruktur

- 119 Der ZC-Konzern vertreibt seine Produkte ausschließlich über Großhändler/Distributoren und den Einzelhandel und verfügt über keinen Direktvertrieb an den Endkunden (keine physischen Verkaufsstellen oder Online-Shops).
- 120 Zu den größten Abnehmern zählen Smyths Toys, Amazon.com, Inc. (Amazon) und die Drogeriemarktkette Müller Handels GmbH & Co. KG. Großkunden beziehen ihre Ware i.d.R. direkt aus der Produktionsstätte in Hongkong. Kleinere Händler werden hingegen aus dem Hauptsitz in Rödental beliefert.
- 121 Wegen des starken Wettbewerbs im Handel sind zuletzt wichtige Vertriebspartner ausgefallen, darunter der Online-Händler myToys (Otto Group), der seinen Geschäftsbetrieb bis Februar 2024 einstellt.¹² Weiterhin belasten die Insolvenzen der Warenhauskette Galeria Karstadt Kaufhof¹³, der Real-Supermärkte¹⁴ und des Spielwarenhändlers Spiele Max¹⁵ den ZC-Konzern. Als Konsequenz hieraus gewinnen große Abnehmer von Zapf-Produkten an Verhandlungsstärke gegenüber dem ZC-Konzern.
- 122 Um den Verlust wichtiger Kunden auszugleichen, hat der ZC-Konzern erste branchenfremde Vereinbarungen mit den Discount-Ketten Aldi und Lidl getroffen. Hierbei sollen Zapf-Produkte im Rahmen von zweiwöchigen Aktionen als Angebotsware verkauft werden. Durch den hohen Preisdruck ist diese Kooperation für den ZC-Konzern jedoch weniger profitabel.
- 123 Einer der wichtigsten Kunden des ZC-Konzern ist Amazon mit einer der größten Reichweiten in den Vertriebsregionen des ZC-Konzerns. Wegen der hohen Bedeutung von Amazon für den Verkauf von Zapf-Produkten erwägt der ZC-Konzern derzeit, als Verkäufer auf der Plattform aufzutreten.

Vertriebsregionen

- 124 Die Organisation des Vertriebs ist abhängig von der jeweiligen Region. Die Vertriebsregionen unterteilen sich in Zentraleuropa, Nordeuropa, Südeuropa, Osteuropa und Asien/Australien. Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Umsatzerlöse im HR-Jahr 2023 nach Regionen:

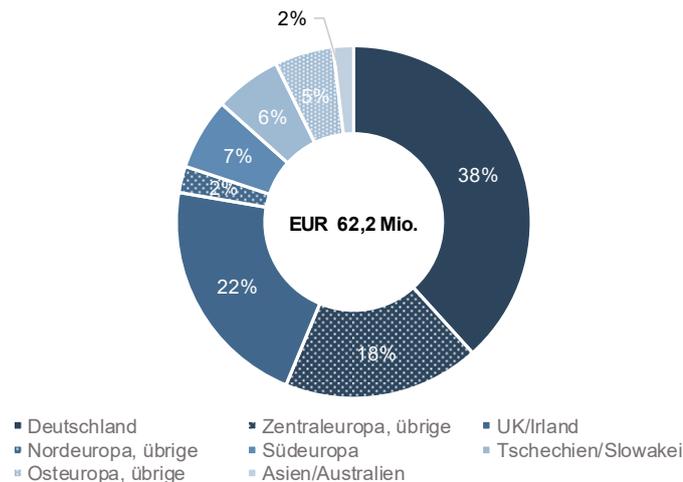
¹² Vgl. Otto Group: Mytoys.de GmbH stellt Geschäftsbetrieb ein und schließt alle Filialstandorte - Die Marke Mytoys wird weiterhin auf der Plattform otto.de angeboten, aufgerufen am 22. Januar 2024.

¹³ Vgl. Tagesschau: Galeria Karstadt Kaufhof stellt Insolvenzantrag, aufgerufen am 22. Januar 2024.

¹⁴ Vgl. Tagesschau: Letzte Real-Supermärkte schließen bis Ende März, aufgerufen am 22. Januar 2024.

¹⁵ Vgl. rbb24.de: Stahnsdorfer Unternehmen "Spiele Max" offenbar vor dem Aus, aufgerufen am 22. Januar 2024.

Abbildung 5: ZC-Konzern – Umsatzerlöse nach Regionen (HR-Jahr 2023)



Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

125 Im HR-Jahr 2023 lag der Umsatzanteil der Fokus-Regionen Deutschland (Vertriebsregion Zentraleuropa) bzw. UK/Irland (Vertriebsregion Nordeuropa) bei 38% bzw. 22%. Darüber hinaus hat Tschechien/Slowakei (Vertriebsregion Osteuropa) mit einem Umsatzanteil von 6% eine hohe Bedeutung.

126 Der Vertrieb in den einzelnen Regionen ist wie folgt organisiert:

- In den Kernmärkten Deutschland und im UK erfolgt der Vertrieb durch eigenes Vertriebspersonal des ZC-Konzerns. Durch die Nähe zum Markt und den Kunden soll eine bessere Betreuung sichergestellt werden. Zudem lassen sich Marketinginitiativen effizienter ausgestalten. Im UK kann der ZC-Konzern zusätzlich auf Basis der Shared Service Agreements auf Vertriebspersonal der MGA zurückgreifen (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“).
- Darüber hinaus besitzt der ZC-Konzern eine Betriebsstätte (ZC CZ) für den Vertrieb von Produkten in Tschechien und der Slowakei. Diese beiden Länder stellen zugleich auch die absatzstärksten Länder in der Vertriebsregion Osteuropa dar, mit einem Anteil von über 50% an den Umsatzerlösen in dieser Region.
- Die Vertriebsregion Südeuropa bezieht sich hauptsächlich auf die Märkte in Spanien, Italien, Frankreich und Belgien. Der Anteil am Gesamtumsatz des ZC-Konzerns lag im HR-Jahr 2023 bei lediglich 6,6%. In der Vergangenheit konnten höhere Umsatzerlöse auf dem spanischen Markt erzielt werden, sodass die Gesellschaft weiterhin ein hohes Umsatzpotenzial in Spanien sieht. Die Vertriebsverantwortung in Spanien soll künftig wieder auf den ZC-Konzern übergehen; in diesem Zusammenhang soll das Vertriebsteam der ZC ES auf zwei Personen aufgestockt werden. Derzeit erfolgt der Vertrieb noch durch MGA. Auch in Frankreich und Italien wird der Vertrieb von Zapf-Produkten durch MGA-Gesellschaften organisiert. In der Benelux-Region kann der ZC-Konzern auf Basis der Shared Service Agreements ebenfalls auf Vertriebspersonal der MGA zurückgreifen (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“).
- Auf dem amerikanischen Kontinent und in großen Teilen Asiens erfolgt der Vertrieb von Zapf-Produkten über MGA im Rahmen der MGA-Lizenzvereinbarungen (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“). In den übrigen Regionen arbeitet Zapf mit anderen Vertriebspartnern zusammen.

Marketing

127 Der ZC-Konzern differenziert sich grundsätzlich nicht durch den Preis, sondern durch qualitativ hochwertige Produkte und starke Marken. Die verfolgte „Pull-Strategie“ dient der Stärkung der Nachfrage seitens der Endkunden und der Vermeidung von Preisnachlässen gegenüber dem Handel. Dementsprechend fokussiert der ZC-Konzern seine Marketingmaßnahmen direkt auf den Endkunden.

- 128 Zapf-Produkte werden hauptsächlich über Werbespots im linearen Fernsehen beworben. Darüber hinaus verstärkt Zapf seine Markenbekanntheit in den einzelnen Vertriebsregionen durch lokale Partnerschaften, Influencer-Marketing und Sponsoring.
- 129 Angesichts der abnehmenden Bedeutung von linearem Fernsehen (siehe Kapitel 4.1.3.2 „Spielwarenbranche“), vor allem bei der jungen Generation, die vermehrt auf Streaming-Dienste und Videoportale zurückgreift, schaltet der ZC-Konzern auch Werbespots vor oder während relevanten Inhalten auf dem Online-Videportal YouTube. Zusätzlich zu den Werbespots auf YouTube hat der ZC-Konzern in Partnerschaft mit MGA eine Animationsserie über BABY born entwickelt.

4.1.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld

- 130 Der ZC-Konzern erzielt einen Großteil seiner Umsatzerlöse auf dem europäischen Markt. Von besonderer Bedeutung sind dabei die Absatzmärkte in Deutschland und dem UK/Irland (siehe Kapitel 4.1.2.3: Geschäftsmodell und -strategie).
- 131 Im Folgenden wird die gesamtwirtschaftliche Lage in der Europäischen Union (EU), Deutschland und dem UK betrachtet. Danach erfolgt eine Analyse der Spielwarenbranche im Allgemeinen und des Markts für Spiel- und Funktionspuppen im Besonderen.

4.1.3.1 Makroökonomisches Umfeld

BIP-Wachstum

- 132 Nachfolgende Tabelle zeigt die Prognosen verschiedener Institute für das BIP-Wachstum in Deutschland in den Jahren 2023-24.

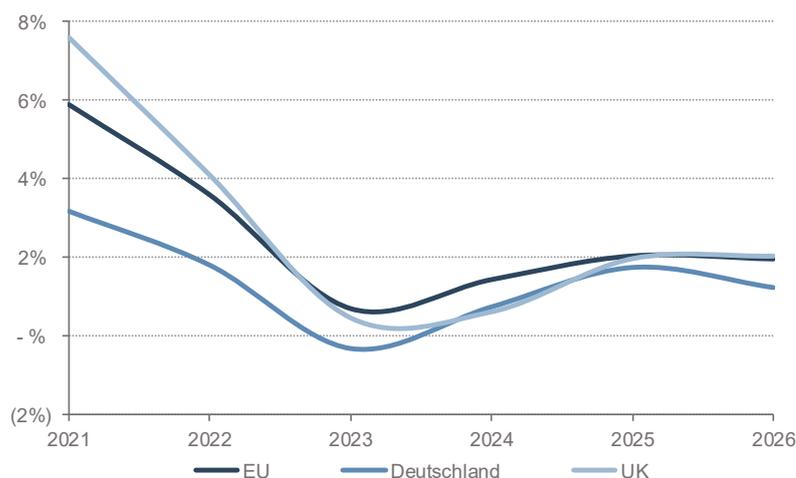
Tabelle 1: BIP-Wachstum für Deutschland 2023-24

Quelle	Veröffentlicht	Prog 2023	Prog 2024
Bundesregierung	Oktober 2023	(0,4%)	1,3%
Europäische Kommission	November 2023	(0,3%)	0,8%
IWF	Oktober 2023	(0,5%)	0,9%
OECD	November 2023	(0,1%)	0,6%
Bundesbank	Dezember 2023	(0,1%)	0,4%
Sachverständigenrat ¹	November 2023	(0,4%)	0,7%
ifo	Dezember 2023	(0,3%)	0,9%
ifW	Dezember 2023	(0,3%)	0,9%
Institut der deutschen Wirtschaft Köln	Dezember 2023	(0,5%)	(0,5%)
Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut	Dezember 2023	(0,3%)	0,5%
IWH	Dezember 2023	(0,3%)	0,5%
RWI	Dezember 2023	(0,3%)	0,8%
Mittelwert		(0,3%)	0,7%
Median		(0,3%)	0,8%

Anmerkung: (1) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.
Quelle: Siehe oben; Eigene Darstellung.

- 133 Für das Jahr 2023 wird infolge der hohen Inflation, der steigenden Zinsen und der schwachen Weltkonjunktur ein Rückgang des BIP von 0,3% (Median) erwartete. Hinzu kommen politische Unsicherheiten – vom Ukraine-Krieg und dem Nahost-Konflikt bis hin zur Haushaltskrise der Bundesregierung. Im Jahr 2024 soll die deutsche Wirtschaft wieder leicht wachsen (0,8%).
- 134 Nachfolgende Abbildung zeigt den Konjunkturverlauf in EU, Deutschland und dem UK im Zeitraum 2021-26. Für die Jahre 2023-24 werden die Prognosen aus Tabelle 1 verwendet; die übrigen Daten stammen aus der Datenbank des Internationalen Währungsfonds (IWF) bzw. beziehen sich auf Angaben der Bundesregierung (für Deutschland).

Abbildung 6: BIP-Wachstum 2021-26 (EU, Deutschland und das UK)



Quelle: IWF (Oktober 2023); Bundesregierung; Tabelle 1; Eigene Darstellung.

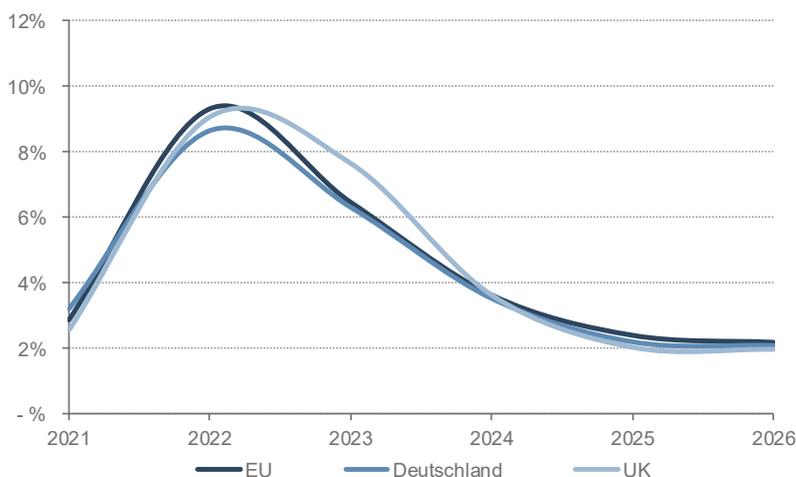
135 In der Gesamtschau sind die Wachstumsraten in den Jahren 2021-23 nach dem Abklingen der Corona-bedingten Aufholeffekte (Entspannung der globalen Lieferketten und Wiederaufnahme kontaktnaher Dienstleistungen) kontinuierlich zurückgegangen. Der Ausbruch des Ukraine-Kriegs im Jahr 2022 und der damit verbundene Anstieg der Energiekosten, der Inflation und der Zinsen haben zu Konsumzurückhaltung geführt und das gesamtwirtschaftliche Wachstum gedämpft. In Hinblick auf die weiterhin hohe Inflation und restriktive Geldpolitik – sowie die verschärfte geopolitische Lage (Krieg in Israel/Gaza und Angriffe der Huthi-Rebellen im Roten Meer) – werden für das Jahr 2023 weitere Wachstumseinbußen erwartet.

136 Langfristig werden Wachstumsraten von rd. 2,0% prognostiziert. Die Prognose für Deutschland (Mittelwert aus IWF-Daten und Angaben der Bundesregierung) liegt in den Jahren 2025-26 bei jeweils 1,7% und 1,2%. Grund hierfür ist die pessimistischere Prognose der Bundesregierung aus Dezember 2023.

Inflationsrate

137 Als einen weiteren wichtigen volkswirtschaftlichen Indikator haben wir die Steigerungsrate der Verbraucherpreise analysiert. Nachfolgende Abbildung zeigt die Preisentwicklung in der EU, Deutschland und dem UK im Zeitraum 2021-26.

Abbildung 7: Inflationsrate 2021-26 (EU, Deutschland und das UK)



Quelle: IWF (Oktober 2023); Eigene Darstellung.

138 Nach dem Höchststand im Jahr 2022 soll die Inflationsrate in der Periode 2023-26 wieder deutlich zurückgehen. Die Corona-bedingte Störung der globalen Lieferketten führte bereits im

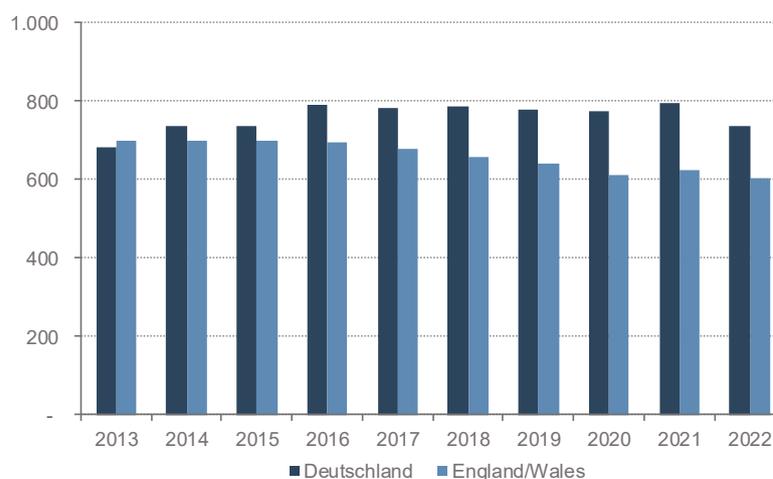
Jahr 2021 zu deutlichen Preissteigerungen. Mit Ausbruch des Ukraine-Kriegs im Jahr 2022 erreichte die Inflationsrate aufgrund der stark gestiegenen Energie- und Lebensmittelpreise einen Rekordwert.

- 139 In Verbindung mit dem starken Zinsanstieg und dem gedämpften Wirtschaftswachstum wird für das Jahr 2023 mit einem deutlichen Rückgang der Inflationsrate gerechnet, der sich in den Folgejahren fortsetzen soll. Im Jahr 2026 wird eine Inflationsrate von rd. 2% erwartet, was den avisierten Zielmarken der Europäischen Zentralbank (EZB) und der englischen Zentralbank entspricht.

Entwicklung der Geburten

- 140 Die Hauptzielgruppe des ZC-Konzerns sind Mädchen im Altern von zwei bis acht Jahren. Der verfügbare Markt ist daher maßgeblich beeinflusst von der Anzahl der Geburten. Nachfolgende Tabelle stellt die Entwicklung der Geburten für Deutschland und England/Wales für den Zeitraum 2013-22 dar:

Abbildung 8: Geburten in Deutschland und England/Wales 2013-22 (Tsd.)



Quelle: Eurostat; Office for National Statistics; Eigene Darstellung.

- 141 Nach dem Ende der Finanz- und Staatsschuldenkrise lässt sich ein stetiger Anstieg der Geburten in Deutschland beobachten. Seit 2017 geht die Anzahl der Geburten jedoch wieder zurück. Eine Ausnahme stellt das Jahr 2021 dar, begründet durch die stabile Lage auf dem Arbeitsmarkt und einen kleinen „Babyboom“ während der Corona-Pandemie. Zuletzt nahmen die Geburten in Deutschland um 7,1% im Jahr 2022 ab. Ein ähnlicher Trend ist auch in England und Wales in den letzten Jahren festzustellen.

- 142 Die Geburtenrate lag im Jahr 2022 bei 1,46 (2021: 1,58), obwohl für eine stabile Bevölkerungsentwicklung 2,1 Kinder pro Frau geboren werden müssten, damit die Bevölkerung – ohne Zuwanderung – nicht schrumpft.¹⁶

- 143 Um bei immer weniger Kindern das Marktvolumen beizubehalten oder sogar Wachstum zu erreichen, müssten die Spielwarenhersteller mehr Spielwaren pro Kind verkaufen, den durchschnittlichen Kaufpreis erhöhen oder neue Zielgruppen erschließen.

4.1.3.2 Spielwarenbranche

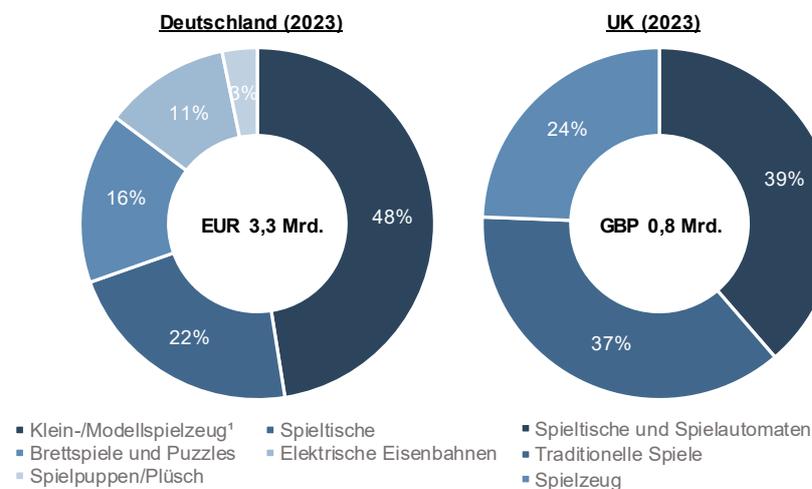
- 144 Im Folgenden betrachten wir zunächst die Spielwarenbranche insgesamt und gehen danach auf das für den ZC-Konzern relevante Puppensegment ein.

- 145 Unsere Ausführungen zur Spielwarenbranche beziehen sich zum großen Teil auf die im April bzw. Dezember 2023 veröffentlichten Berichte des Marktforschungsinstituts IBISWorld für Deutschland („Game & Toy Manufacturing in Germany“) und das UK („Game & Toy Manufacturing in the UK“) als wichtigste Absatzmärkte von Zapf.

¹⁶ Vgl. Statistisches Bundesamt: Geburtenziffer 2022 auf 1,46 Kinder je Frau gesunken, aufgerufen am 22. Januar 2024.

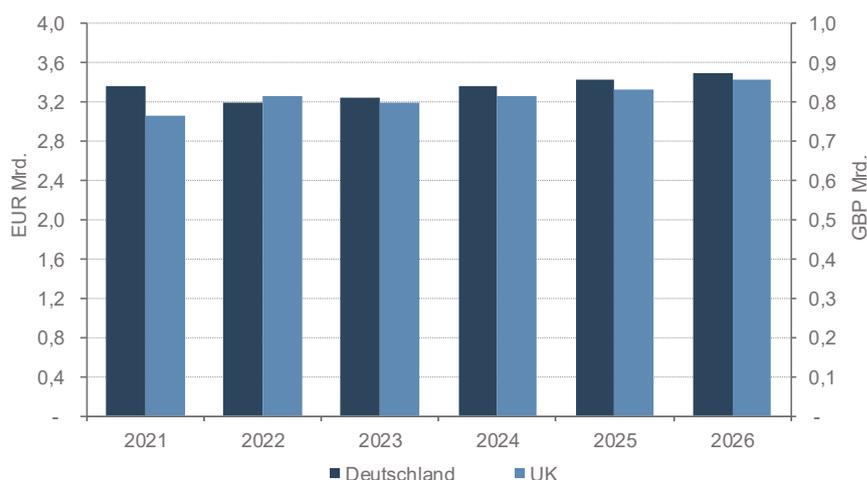
- 146 Die Spielwarenbranche in Deutschland betrifft im Folgenden diejenigen Unternehmen, die Spielwaren herstellen, darunter Spielpuppen, Plüschtieren und Kuscheltiere, Brettspiele und Puzzles, elektrische Eisenbahnen und Bausätze sowie sonstiges Spielzeug. Die Produzenten von Spieltischen (z.B. Billardtische und Tischkicker) und Kinderfahrzeugen („Bobby-Car“) werden im Folgenden auch der Spielwarenbranche hinzugerechnet. Nicht berücksichtigt werden Musikinstrumente, Dekoartikel und Videospiele als verwandte Produktkategorien.
- 147 Die Spielwarenbranche im UK besteht aus Herstellern von traditionellen Spielen (Brettspiele, Puzzles, Spielkarten und sonstige nicht-elektronische Spiele), Spielzeug (Puppen, ferngesteuerte Autos, Modelleisenbahnen, sonstiges interaktives Spielzeug) und Spieltischen/-automaten (z.B. Glücksspielautomaten).
- 148 Die gesamten Umsatzerlöse der deutschen bzw. britischen Spielwarenhersteller werden im Jahr 2023 auf EUR 3,3 Mrd. bzw. GBP 0,8 Mrd. beziffert. Nachfolgende Abbildung zeigt den Umsatzanteil der einzelnen Produktkategorien:

Abbildung 9: Spielwarenbranche – Umsatzanteile nach Produktkategorie (2023)



- 149 Knapp die Hälfte (48%) der Branchenerlöse in Deutschland werden der breiten Kategorie von Klein-/Modellspielzeug (einschließlich Spielzeug für Babys und Kleinkinder) zugerechnet. Die Kategorie Spielpuppen/Plüsch steuert nur einen geringen Anteil von rd. 3% zum Marktvolumen bei und hat in den vergangenen fünf Jahren an Bedeutung verloren (siehe Kapitel 4.1.3.3 „Puppensegment“). Die Branchenerlöse im UK werden in drei Kategorien zusammengefasst, wobei Spielzeug mit 24% den kleinsten Umsatzanteil ausmacht.
- 150 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung historischer und prognostizierter Umsatzerlöse der Spielwarenhersteller in Deutschland und im UK im Zeitraum 2021-26:

Abbildung 10: Spielwarenbranche – Historische und prognostizierte Umsatzerlöse



Quelle: IBISWorld; Eigene Darstellung.

151 In den Jahren 2021-23 ist die Spielwarenbranche in Deutschland um durchschnittlich -1,7% p.a. geschrumpft. Dieser Entwicklung liegen die folgenden Hintergründe zugrunde:

- Ein Teil der Nachfrage nach deutschen Spielwaren blieb während der Corona-Pandemie trotz hoher Konsumbereitschaft aufgrund vorübergehender Lieferengpässe ungedeckt und verschob sich auf andere Segmente.
- Die angespannte gesamtwirtschaftliche Lage und hohe Inflation (siehe Kapitel 4.1.3.1: „Makroökonomisches Umfeld“) sowie die einhergehende Rezessionsangst dämpfte die Konsumbereitschaft der privaten Haushalte in den vergangenen drei Jahren.
- Ein zunehmender Preiswettbewerb durch Billigimporte aus Drittländern, insbesondere China, zwingt die deutschen Spielwarenhersteller zu Rabatten und Preisnachlässen, um weiterhin in die Sortimente der Händler aufgenommen zu werden.
- Die steigende Beliebtheit von Videospiele, elektrischen Geräten und sozialen Medien sorgt für eine zunehmende Verlagerung der Nachfrage von Spielwaren hin zu elektronischen Konsumgütern und digitalen Inhalten.

152 Die britischen Spielwarenhersteller konnten in den vergangenen drei Jahren einen leichten Umsatzanstieg (durchschnittlich 2,2% p.a.) verzeichnen. Hintergrund ist ein wieder steigendes Interesse an traditionellen Spielwaren, vor allem unter Erwachsenen.

153 Für die folgenden drei Jahre wird ein durchschnittlicher jährliches Wachstum der deutschen bzw. britischen Spielwarenbranche i.H.v. 2,5% bzw. 2,4% prognostiziert. Zu den wesentlichen Wachstumstreibern zählen:

- Die neue Zielgruppe der erwachsenen Spielzeug-Konsumenten (sog. Kidults¹⁷): Kidults zeichnen sich durch eine hohe Zahlungsbereitschaft aus und setzen hohen Wert auf die Begehrlichkeit eines Produkts. Insbesondere werden Popkultur-Artikel („Krieg der Sterne“, Superhelden), Sammlerstücke und Konstruktionsspielzeug nachgefragt. Der Kidults-Bereich soll dem rückläufigen Trend in der Spielwarenbranche entgegenwirken und wesentlich dazu beitragen, dass ein Branchenwachstum in den kommenden Jahren erreicht wird.
- Ein zunehmendes Gesundheits- und Umweltbewusstsein der Eltern: Dies führt zu einer erhöhten Zahlungsbereitschaft für hochwertige Spielwaren, insbesondere bei Spielzeug für Kleinkinder.
- Eine erhöhte Nachfrage der Eltern nach pädagogisch wertvollen Spielwaren: Eltern möchten die Spiel- und Lernerfahrungen ihrer Kinder kombinieren, wodurch Spielwaren,

¹⁷ „Kidults“ ist ein Begriff, der sich aus den beiden englischen Wörtern Kids und Adults zusammensetzt und Erwachsene bezeichnet, die eine Leidenschaft für Spielzeug haben und sich die kindliche Freude am Spielen bewahrt oder wiederentdeckt haben.

die das Denkvermögen sowie die motorischen und kognitiven Fähigkeiten der Kinder fördern, vermehrt nachgefragt werden.

4.1.3.3 Puppensegment

- 154 Das für den ZC-Konzern relevante Puppensegment ist nicht gleichermaßen von den aktuellen Trends in der Spielwarenbranche betroffen. Im Folgenden beleuchten wir die Entwicklung im Puppensegment anhand der von dem Marktforschungsinstitut Circana (vormals NPD Group) bereitgestellten Einzelhandelsdaten. Circana gilt in der Spielwarenbranche als maßgebliche Quelle und wird regelmäßig vom Bundesverband des Spielwaren-Einzelhandels e.V. (BVS)¹⁸ und dem Deutschen Verband der Spielwarenindustrie e.V. (DVSI)¹⁹ zitiert.
- 155 In den letzten drei Jahren ist der deutsche und britische Einzelhandelsabsatz von Spielpuppen mit jährlichen Verlusten im hohen einstelligen/niedrigen zweistelligen Bereich gefallen. Ein besonders dramatischer Umsatzrückgang ist im UK zu verzeichnen. Diese Entwicklung spiegelt insbesondere das Ende des erhöhten Konsums während der Corona-Jahre wider. Nach dem Ende der Einschränkungen („Lockdowns“) sind die Familienbudgets wieder anderer Freizeitgestaltung zugeflossen. Des Weiteren hat der Ausbruch des Ukraine-Kriegs und der damit verbundene Inflationsanstieg (siehe Kapitel 4.1.3.1: „Makroökonomisches Umfeld“) zum geänderten Konsumverhalten der Endkunden beigetragen. Darüber hinaus wird der Markt für Spiel- und Funktionspuppen durch die folgenden Trends belastet.
- 156 Das Puppensegment ist besonders hart vom demographischen Wandel betroffen. Die neue Zielgruppe der Kidults (siehe Kapitel 4.1.3.2: „Spielwarenbranche“) kann im Bereich der Spiel- und Funktionspuppen nicht erschlossen werden, da Erwachsene i.d.R. kein Interesse bzw. keine Freude am Besitz der Produkte entwickeln. Daher sieht sich die Branche aufgrund des Geburtenrückgangs (siehe Kapitel 4.1.3.1: „Makroökonomisches Umfeld“) mit einem kleiner werdenden Zielmarkt konfrontiert.
- 157 Darüber hinaus schwindet das Interesse der Kinder an den Produkten der Puppenhersteller. Vor der Corona-Pandemie war die Hauptzielgruppe (Mädchen im Alter von zwei bis acht Jahren) noch weitgehend isoliert von elektronischen Konsumgütern und digitalen Inhalten. Die Pandemie fungierte jedoch als Katalysator der Digitalisierung in allen Altersklassen, sodass im Jahr 2021 bereits 21% aller Sechs- bis Neunjährigen ein Smartphone besaßen.²⁰ Dies führt nicht nur zu kleineren Familienbudgets für Spielwaren, sondern auch zu einem eingeschränkten Interesse der Kinder an traditionellem Spielzeug.
- 158 Hinzu kommt, dass sich die neue Kindergeneration schwieriger erreichen lässt. Die Ansprache der Zielgruppe erfolgte in der Vergangenheit primär durch Werbespots im Kinderfernsehen, das zunehmend durch Streaming- und Videoportale verdrängt wird.²¹ Die Online-Werbung für Spielzeug-Puppen gestaltet sich derzeit jedoch als ineffektiv oder äußerst kostenintensiv. Die Hersteller von Puppen stehen daher vor der Herausforderung, neue und effektive Marketing-Kanäle zu erschließen.
- 159 Des Weiteren schränken moderne Geschlechterrollen den Zielmarkt für Puppen ein. Lange Zeit wurden Puppen ausschließlich als Mädchen-Spielzeug betrachtet, während bspw. Spielautos nur für Jungen geeignet schienen. Diese Stereotypen werden jedoch vermehrt von Eltern hinterfragt. Vor allem Mädchen genießen mehr Freiraum bei der Wahl ihrer Spielzeuge und entwickeln Vorlieben für geschlechterneutrale Produkte.²² Diese Entwicklung ist nach Einschätzung von Zapf bei Jungen weniger weit ausgeprägt, sodass sich der potenzielle Verbraucherkreis weiter verkleinert.
- 160 Nicht zuletzt befinden sich Puppenhersteller in einer geschwächten Position gegenüber ihren Abnehmern. Die hohe Reichweite des Online-Handels (derzeit werden mehr als die Hälfte aller

¹⁸ Vgl. BVS: Weihnachten: 148 Euro für Spielzeug, aufgerufen am 22. Januar 2024.

¹⁹ Vgl. DVSI: Gemeinsame Pressemitteilung von DVSI, BVS und Circana zur Pressekonferenz 2023 der Spielwarenbranche, aufgerufen am 22. Januar 2024.

²⁰ Vgl. Bitkom Research: Kinder- & Jugendstudie 2022, aufgerufen am 22. Januar 2024.

²¹ Vgl. ARD: Fernsehnutzung, aufgerufen am 23. Januar 2024; DAK Gesundheit: DAK-Studie: Streaming-Zeiten bei Jugendlichen explodieren, aufgerufen am 23. Januar 2023.

²² Vgl. Davis/Hines: How Large Are Gender Differences in Toy Preferences? A Systematic Review and Meta-Analysis of Toy Preference Research, in Archives of Sexual Behavior 2020.

Spielwaren in Deutschland online gekauft²³) erlaubt es den Online-Plattformen Preisdruck auf die Puppenhersteller auszuüben. Im stationären Handel führen die gestiegenen Energie- und Personalkosten zu Geschäftsschließungen und verstärken die Verhandlungsposition der verbleibenden Händler. Bei steigenden Einkaufspreisen reagieren Händler oft mit niedrigeren Bestellungen bzw. der Streichung der jeweiligen Produkte aus dem Sortiment. Preisnachlässe wirken hingegen erst ab einer bestimmten Größenordnung und können i.d.R. nicht dauerhaft getragen werden. Dadurch geraten insb. kleinere Puppenhersteller unter Druck.

- 161 Entgegengesetzt wirkt die zunehmende Nachfrage nach Lernspielzeug. Eltern möchten ihren Kindern auch außerhalb von Kindergarten und Schule Lernerfahrungen ermöglichen. Puppen werden dabei als Instrument zur Förderung von Empathie sowie kognitiven und sozialen Fähigkeiten betrachtet. Dabei legen Eltern großen Wert auf hochwertige Produkte, die frei von gesundheitsschädlichen Schadstoffen sind. Nach einer Untersuchung des Bundes für Umwelt und Naturschutz Deutschland ist die Anzahl der gemeldeten Produkte mit verbotenen Chemikalien in den letzten vier Jahren um 30% gestiegen.²⁴ Dies betrifft häufig Puppen chinesischer Konkurrenten. Daraus ergeben sich Chancen für bekannte und regionale Hersteller.

4.1.3.4 Wettbewerber

Deutschland

- 162 In Deutschland umfassen die wichtigsten Wettbewerber des ZC-Konzerns im Bereich der Spiel- und Funktionspuppen die folgenden Unternehmen:

- Die SIMBA-DICKIE-GROUP GmbH („**Simba-Dickie**“) zählt zu den weltweit größten Spielzeugherstellern. Mit den Marken Simba Toys und Corolle stellt das Unternehmen auch Spiel- und Funktionspuppen her. Die „New Born Baby“ von Simba Toys weist dabei einen vergleichbaren Funktionsumfang zu BABY born auf. Der Vertrieb erfolgt über einen eigenen Online-Shop sowie den stationären und Online-Handel.
- Die Bayer-Design Fritz Bayer GmbH & Co. KG ist ein Traditionshersteller von Puppen, Puppenwagen und Puppenzubehör. Die überwiegende Anzahl der Puppen im Sortiment ist batteriebetrieben und grundsätzlich vergleichbar mit Baby Annabell. Die Produkte werden über den stationären und Online-Handel vertrieben.
- Die GÖTZ Puppenmanufaktur Int. GmbH stellt eine Vielzahl von Puppen mit verschiedenen Funktionen her. Die Produkte werden über den eigenen Online-Shop und im stationären und Online-Handel angeboten.
- Die Heless GmbH produziert vorwiegend Puppenkleidung und Puppenzubehör für alle marktgängige Puppen. Der Vertrieb erfolgt über einen eigenen Online-Shop sowie den stationären und Online-Handel.

- 163 Alle genannten Wettbewerber positionieren sich – wie auch Zapf – als Markenhersteller von Kinderspielzeug. Anders als der ZC-Konzern verfolgen die Wettbewerber jedoch eine „Push-Strategie“ und versuchen ihre Produkte durch attraktive Händlermargen und niedrige Verkaufspreise am Markt zu platzieren. Demgegenüber betreibt Zapf eine „Pull-Strategie“, die verschiedene, auf den Endverbraucher ausgerichtete Marketingmaßnahmen umfasst (siehe Kapitel 4.1.2.3: „Geschäftsmodell und -strategie“).

- 164 Der hohe Bekanntheitsgrad der Zapf-Produkte reflektiert sich auch in den Marktanteilen. Nach Angaben von Circana hält der ZC-Konzern im deutschen Puppensegment einen Marktanteil von über 15% (bei den Spiel- und Funktionspuppen sind es über 50%).

Europa

- 165 Neben Deutschland zählen UK, Frankreich, Italien und Spanien zu den wichtigen europäischen Absatzmärkten für Spiel- und Funktionspuppen. Besonders in den letztgenannten drei Ländern gestaltet sich die Wettbewerbssituation als anspruchsvoll, da regionale Anbieter den Markt beherrschen.

²³ Vgl. Statista: Statistiken zur Spielwarenindustrie, aufgerufen am 22. Januar 2024.

²⁴ Vgl. Bund für Umwelt und Naturschutz Deutschland, BUND-Rechtsgutachten: Kinderspielzeug voller Schadstoffe, weil Kontrollen versagen, aufgerufen am 15. Januar 2024.

166 Der französische Markt wird von der Marke Corolle von Simba-Dickie dominiert. Die Produkte des 1979 gegründeten französischen Puppenherstellers (seit 2008 Teil von Simba-Dickie) gelten als Klassiker auf dem französischen Puppenmarkt. In Italien und Spanien konkurriert Zapf mit zwei weiteren regionalen Marktführern, der Giochi Preziosi S.p.A. („**Giochi Preziosi**“) und der Fábricas Agrupadas de Muñecas de Onil, S.A. („**Fábricas Agrupadas**“).

167 Im Gegensatz zu den etablierten regionalen Puppenherstellern, die über langjährige Erfahrung in ihren Märkten verfügen und ihre Produkte und Marketingaktivitäten durch räumliche Nähe zum Kunden zielgerecht auf die Bedürfnisse der Konsumenten abstimmen können, fehlt es dem ZC-Konzern an eigenen Betriebsstätten und dedizierten Vertriebsteams in diesen Regionen. Folglich konnte sich der ZC-Konzern in diesen Ländern bisher nicht als führender Puppenhersteller etablieren.

International

168 Darüber hinaus steht Zapf mit namhaften internationalen Spielwarenkonzernen wie z.B. Hasbro, Inc. („**Hasbro**“) und Mattel, Inc. („**Mattel**“) im Wettbewerb. Hasbro produziert eine Vielzahl von Spielwaren, darunter die Puppen „My Little Pony“ und „Furby“. Mattel ist insb. für die Marken „Barbie“ und „Matchbox“ sowie Puppen aus dem Disney-Universum bekannt.

169 Im letzten Quartal des Jahres 2023 konnte Mattel vor allem durch den Barbie-Film deutliche Umsatzsteigerungen in der Puppen-Sparte verzeichnen. Dennoch äußerte sich der Vorstand des Unternehmens vorsichtig hinsichtlich des Weihnachtsgeschäftes aufgrund unsicherer wirtschaftlicher Bedingungen.²⁵

170 Hasbro hingegen verzeichnete einen Umsatzrückgang und kündigte im Dezember 2023 die Entlassung von fast 20% seiner Angestellten an.²⁶ Auch die Horst Brandstätter Group („**Playmobil**“) gab im Oktober 2023 einen Stellenabbau von 17% bekannt.²⁷

4.1.3.5 Vergleichsunternehmen

171 Die Identifikation einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) ist essenzieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung. Die Peer Group hat dabei unterschiedliche Zwecke zu erfüllen:

- **Kapitalkosten (siehe Kapitel 4.5: „Kapitalkosten“):** Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten erfolgt die Bestimmung eines angemessenen Betafaktors über eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen, sofern das Bewertungsobjekt nicht börsennotiert ist oder die zugrundeliegenden Kapitalmarktdaten eines börsennotierten Bewertungsobjekts nicht aussagekräftig sind.
- **Wachstums- und Margen-Analysen (siehe Kapitel 4.3: „Planungsanalyse“):** Die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden prognostizierten finanziellen Überschüsse sind im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen zu überprüfen.²⁸ Als Anhaltspunkt für die Plausibilität der geplanten Überschüsse kann insbesondere ein Vergleich des geplanten Wachstums und der geplanten Margen mit dem Wachstum und den Margen der Peer-Unternehmen dienen.
- **Multiplikator-Verfahren (siehe Kapitel 4.6.4: „Plausibilisierung anhand vergleichender Multiplikator-Bewertung“):** Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach dem DCF-Verfahren können vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikator-Verfahren herangezogen werden.²⁹ In der Praxis kommen dabei häufig Ergebnismultiplikatoren wie beispielsweise EV/EBIT und EV/EBITDA zum Einsatz. Diese können aus den Kurs- und Fundamentaldaten der Peer Group Unternehmen abgeleitet werden.

²⁵ Vgl. Handelsblatt: Trotz Erfolgsfilm „Barbie“ – Mattel-Aktie fällt um mehr als zehn Prozent, aufgerufen am 22. Januar 2024.

²⁶ Vgl. Wirtschaftswoche: Hasbro kündigt 20 Prozent der Belegschaft, aufgerufen am 22. Januar 2024.

²⁷ Vgl. Tagesschau: Playmobil streicht Hunderte Stellen, aufgerufen am 22. Januar 2024.

²⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 68, 81, 107 und 108.

²⁹ Vgl. IDW S 1, Tz. 143 und 164 ff.

- 172 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche und einem ähnlichen Produkt- und Tätigkeitsspektrum in Frage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren.
- 173 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie den Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsengelisteden Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.
- 174 Für die Grundgesamtheit (Long List) der infrage kommenden Unternehmen haben wir mehrere Quellen herangezogen:
- Die von der Gesellschaft genannten Wettbewerber (siehe Kapitel 4.1.3.4: „Wettbewerber“);
 - Die von KPMG im Rahmen der Werthaltigkeitsprüfung der ZC AG-Tochtergesellschaften verwendeten Peer-Unternehmen;
 - Alle börsennotierten Unternehmen der Branchen „Leisure Products“ (Freizeitartikel) und „Specialty Retail“ (Fachhandel)³⁰ in Europa, Nordamerika und dem asiatisch-pazifischen Raum aus der S&P Capital IQ-Datenbank. Weiterhin sollte die Geschäftsbeschreibung der Unternehmen aus der Datenbank die Stichwörter „Dolls“ (Puppen), „Plush“ (Plüsch) bzw. „Figures“ (Spielfiguren) als verwandte Produktkategorie enthalten.
- 175 Auf dieser Grundlage haben wir 38 börsennotierte Unternehmen identifiziert (nach Ausschluss von Duplikaten).
- 176 Im zweiten Schritt haben wir nur Unternehmen berücksichtigt, die zum Bewertungsstichtag über eine Marktkapitalisierung von mindestens EUR 50,0 Mio. verfügen.³¹ Die EUR 50,0 Mio.-Grenze wurde gewählt, da die Aussagekraft von Aktienkursen auch durch die Höhe der zugrundeliegenden Marktkapitalisierung beeinflusst wird. Je geringer die Marktkapitalisierung ist, desto weniger wird das entsprechende Unternehmen am Kapitalmarkt gehandelt und desto weniger werden die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen im Aktienkurs widergespiegelt. Das gleiche Prinzip gilt ebenfalls für einen zu geringen Streubesitz. Befindet sich nur ein kleiner Anteil der insgesamt ausstehenden Aktien eines Unternehmens im Streubesitz, so wird die wirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen nur unzureichend im Aktienkurs reflektiert. Nachdem wir diese Unternehmensmindestgröße definiert haben, beschränkt sich die Liste potenzieller Peer-Unternehmen auf 21.
- 177 Des Weiteren wurden alle von uns identifizierten Vergleichsunternehmen in Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien überprüft:
- Dabei haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, die einen Streubesitzanteil von mindestens 20% aufweisen.
 - Als Maßstab für die Liquidität wird in der Praxis häufig die Spanne zwischen dem Geldkurs (Kaufpreis) und dem Briefkurs (Verkaufspreis) zugrunde gelegt. Im Rahmen der Bewertung haben wir nur solche Vergleichsunternehmen berücksichtigt, deren Geld-/Briefspanne in einem 2-Jahreszeitraum vor dem Bewertungsstichtag durchschnittlich weniger als 1,25%³² betrug.
- 178 Nach diesem Filterschritt reduzierte sich die Anzahl potenzieller Vergleichsunternehmen auf 18.

³⁰ Der Bereich „Specialty Retail“ (Fachhandel) wurde aufgenommen, um Einzelhändler, die Spielwaren-Eigenmarken vertreiben, abzugreifen.

³¹ Es wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der letzten 60 Handelstage zugrunde gelegt.

³² 1,25% als Obergrenze - LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht).

179 Abschließend haben wir die verbleibenden Unternehmen einer tiefgehenden Analyse des Geschäftsmodells unterzogen. Hierbei haben wir die noch in der Peer Group verbleibenden nicht auf Spielzeug spezialisierten Fachhändler eliminiert.

180 Zusammenfassend erachten wir auf Basis unserer vorstehenden Analysen die nachfolgend genannten zehn Peer-Unternehmen als vergleichbar zum ZC-Konzern:

- BANDAI;
- Build-A-Bear Workshop, Inc. („**Build-A-Bear**“);
- The Character Group plc. („**Character Group**“);
- Funko, Inc. („**Funko**“);
- Goldlok Holdings (Guangdong) Co., Ltd. („**Goldlok**“);
- Hasbro;
- JAKKS Pacific, Inc. („**JAKKS**“);
- Mattel;
- Spin Master Corp. („**Spin Master**“); und
- TOMY Company, Ltd. („**TOMY**“).

181 Die Unternehmensprofile der Peer-Unternehmen sind in Anhang A: „Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen“ aufgeführt.

4.1.3.6 Peer Group der Bewertungsgutachterin

182 Wir haben die Auswahl der Vergleichsunternehmen durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist grundsätzlich mit der unsrigen vergleichbar.

183 Die ursprünglichen Vergleichsgruppe der Bewertungsgutachterin beinhaltete nicht die Unternehmen Build-A-Bear und BANDAI. Auf unseren Vorschlag hin wurden diese Unternehmen in die Vergleichsgruppe der Bewertungsgutachterin aufgenommen, wodurch sich eine übereinstimmende Peer Group ergab. Daher erachten wir die von PwC zugrunde gelegte Vergleichsgruppe für sachgerecht.

4.2 Vergangenheitanalyse

184 Die Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage stellt einen wesentlichen Bestandteil der Plausibilitätsbeurteilung der Planung dar. Aus diesem Grund haben wir diese Analysen unabhängig von denen der Bewertungsgutachterin durchgeführt und erst darauf aufbauend mit den Analysen der Bewertungsgutachterin verglichen.

185 Die Vergangenheitsanalyse bezieht sich auf die GJ 2021-23 („**Vergangenheitszeitraum**“). Die nach IFRS aufgestellten mit einem unbeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte des ZC-Konzerns für die GJ 2021-22 bilden die Grundlage unserer Analysen für diesen Zeitraum. Für das GJ 2023 lag zum Zeitpunkt der Berichterstellung nur eine Hochrechnung („**HR**“) vor.

4.2.1 Vermögenslage

186 Nachfolgende Tabelle zeigt die Vermögenslage des ZC-Konzerns in den Jahren 2021-23. Die Kennziffern-Spalte weist den durchschnittlichen Anteil an der Bilanzsumme in den Jahren 2021-23 aus.

Tabelle 2: ZC-Konzern – Vermögenslage (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist Dez21	Ist Dez22	HR Dez23	Ist Ø 21-23
Immaterielle Vermögenswerte	0,7	0,5	0,5	0,5%
Sachanlagen	6,0	5,7	6,5	5,5%
Anlagevermögen	6,7	6,3	7,0	6,1%
Vorräte	11,3	13,1	10,5	10,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	31,9	23,3	15,8	21,3%
Sonstige Vermögenswerte	3,9	4,3	2,6	3,3%
Flüssige Mittel	64,4	59,7	69,0	58,7%
Umlaufvermögen	111,5	100,4	97,9	93,9%
Aktive latente Steuern	0,0	0,1	0,1	0,0%
Aktiva	118,1	106,8	104,9	100,0%
Gezeichnetes Kapital	6,4	6,4	6,4	5,9%
Kapitalrücklage	22,1	22,1	22,1	20,1%
Gewinnrücklagen	62,0	62,7	61,8	56,7%
Kumuliertes sonstiges Ergebnis	(2,9)	(3,3)	-	(1,8%)
Eigenkapital	87,7	87,9	90,4	80,9%
Finanzverbindlichkeiten	-	-	-	- %
Verzinsliche Verbindlichkeiten	-	-	-	- %
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	25,1	14,6	10,9	15,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	5,0	3,6	3,0	3,5%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	30,1	18,3	14,0	18,6%
Passive latente Steuern	0,4	0,6	0,6	0,5%
Passiva	118,1	106,8	104,9	100,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

187 Insgesamt ist die Bilanzsumme von EUR 118,1 Mio. zum Ende des GJ 2021 auf EUR 104,9 Mio. zum Ende des HR-Jahres 2023 gesunken. Der Rückgang ist durch niedrigere Forderungen bzw. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen begründet, die wiederum auf den nachgeholten Ein- und Auszahlungen nach dem Ende der Corona-bedingten Lieferkettenprobleme beruhen.

188 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der wesentlichen Bilanzposten ein.

Aktiva

189 Die Aktivseite ist wesentlich durch den Bestand der flüssigen Mittel geprägt. Im Vergangenheitszeitraum machten diese durchschnittlich 58,7% der Bilanzsumme aus. Zum Ende des HR-Jahres 2023 betragen die flüssigen Mittel EUR 69,0 Mio. Bei den flüssigen Mitteln handelt es sich zum Großteil um überschüssige Mittel, die in der Vergangenheit nicht ausgeschüttet wurden. Der Barbestand wurde bei der Unternehmensbewertung – unter Berücksichtigung der operativ gebundenen Mittel – als Sonderwert berücksichtigt (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“).

190 Die Sachanlagen umfassen i.W. Grundstücke, Gebäude und die für die Produktion benötigten Werkzeuge und Spritzgussformen. Zum Ende des HR-Jahres 2023 betragen die Sachanlagen EUR 6,5 Mio. (durchschnittlich 5,5% der Bilanzsumme). Die Sachanlagen beinhalten auch das an die D+S logistic GmbH („D+S“) vermietete Logistikzentrum mit einem Buchwert i.H.v. EUR 2,9 Mio. Das Logistikgebäude wurde im Rahmen der Unternehmensbewertung als Sonderwert angesetzt (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“).

191 Die Vorräte belaufen sich zum Ende des HR-Jahres 2023 auf EUR 10,5 Mio., gegenüber EUR 13,1 Mio. zum Ende des Vorjahres. Das niedrige Absatzvolumen und die hohen Lagerbestände der Händler nach dem Ende der Lieferkettenprobleme führten zu einer vorsichtigeren Einkaufspolitik im GJ 2022. Des Weiteren konnte der damalige Logistikdienstleister in der Corona-Hochphase 2021 nicht alle Waren ausliefern, was zu erhöhten Beständen im GJ 2022 führte. Durch ein schwaches Weihnachtsgeschäft konnten diese Bestände im GJ 2022 nicht umgehend abgebaut werden. Zum Ende des HR-Jahres 2023 wurde das Vorratsvermögen wieder reduziert.

192 Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen liegen zum Ende des HR-Jahres 2023 bei EUR 15,8 Mio. Zum Ende des GJ 2021 lag der Forderungsbestand noch bei EUR 31,9 Mio. Der Grund für den Rückgang sind nachgeholte Zahlungen der Händler im Zuge der Entspannung der weltweiten Lieferketten.

193 Darüber hinaus bestehen die Aktiva aus immateriellen Vermögenswerten (Software), aktiven latenten Steuern und sonstigen Vermögenswerten (Steuerforderungen und sonstige Forderungen).

Passiva

194 Die Passivseite besteht größtenteils aus dem bilanziellen Eigenkapital (durchschnittlich 80,9% der Bilanzsumme 2021-23). Zum Ende des HR-Jahres 2023 lag das Eigenkapital bei EUR 90,4 Mio. Der ZC-Konzern ist vollständig eigenkapitalfinanziert und verfügt über keine finanziellen Schulden.

195 Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen belaufen sich zum Ende des HR-Jahres 2023 auf EUR 10,9 Mio. und zeigen im Vergangenheitszeitraum eine ähnliche Entwicklung auf wie die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.

196 Darüber hinaus bildet die Passivseite passive latente Steuern und sonstige Verbindlichkeiten (i.W. Einkommensteuerverbindlichkeiten, Verbindlichkeiten gegenüber Personal und Rückstellungen) ab.

4.2.2 Ertragslage

197 Die Analyse der vom Bewertungsobjekt in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse bildet die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse.³³

198 Dabei ist die historische Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) um nicht nachhaltige Ergebniseffekte (auch: „Sondereffekte“) zu bereinigen. Eine Übersicht zu den vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage findet sich in Kapitel 4.2.3: „Bereinigungen der Ertragslage“.

199 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf Ist-Jahre 2021-22 und das HR-Jahr 2023.

200 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Vergangenheitszeitraum (Spalte „Ist Ø 21-23“) sind wie folgt definiert:

- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) für den Vergangenheitszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der Jahre 2021-23.
- Die durchschnittlichen Margen für den Vergangenheitszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der Jahre 2021-23.

³³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

201 Nachfolgende Tabelle zeigt die unbereinigte Ertragslage des ZC-Konzerns für den Vergangenheitszeitraum 2021-23.³⁴

Tabelle 3: ZC-Konzern – Unbereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,2	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(28,1%)</i>	<i>(4,3%)</i>	<i>(17,1%)</i>
Umsatzkosten	(49,4)	(40,6)	(33,9)	
Rohertrag	41,1	24,4	28,3	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>45,4%</i>	<i>37,5%</i>	<i>45,5%</i>	<i>42,8%</i>
Personalaufwendungen	(6,1)	(5,4)	(6,2)	
Vertriebs- und Distributionsaufw.	(3,4)	(1,9)	(2,1)	
Marketingaufwendungen	(13,3)	(11,2)	(10,9)	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(2,5)	(2,0)	(3,1)	
EBITDA	15,8	3,8	6,0	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>17,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>9,6%</i>	<i>11,0%</i>
Abschreibungen	(2,0)	(2,0)	(2,1)	
EBIT	13,8	1,8	3,9	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>15,2%</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>8,1%</i>
Finanzergebnis	(0,3)	(0,2)	0,9	
EBT	13,4	1,7	4,8	
Ertragsteuern	(3,7)	(0,5)	(1,2)	
Periodenergebnis	9,7	1,1	3,6	

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

202 Die Entwicklung der unbereinigten Ertragslage im Vergangenheitszeitraum lässt sich wie folgt beschreiben:

- Die Umsatzerlöse sind deutlich von EUR 90,5 Mio. im GJ 2021 auf EUR 62,2 Mio. im HR-Jahr 2023 zurückgegangen. Einen wesentlichen Einfluss hatte dabei das Ende der Corona-Pandemie als Umsatztreiber für den Bereich der Spiel- und Funktionspuppen. Darüber hinaus hat der starke Inflationsanstieg infolge des Ukraine-Kriegs zu einer Konsumzurückhaltung geführt.
- Die Rohertrags-Marge sank zwischenzeitlich von 45,4% im GJ 2021 auf 37,5% im GJ 2022 und erholte sich wieder auf 45,5% in HR-Jahr 2023. Die Margenverschlechterung im GJ 2022 lag hauptsächlich an höheren Preisen bei Logistikdienstleistungen sowie höheren Einkaufspreisen. Im HR-Jahr 2023 konnte die Rohertrags-Marge durch Einsparungen in der Produktion und Logistik wieder verbessert werden.
- Die EBITDA-Marge ging im Vergangenheitszeitraum von 17,4% (GJ 2021) auf 9,6% (HR 2023) zurück, hauptsächlich getrieben durch einen Anstieg der Personal- bzw. Marketingkostenquote.
- Das Periodenergebnis bewegte sich zwischen EUR 9,7 Mio. (GJ 2021) und EUR 1,1 Mio. (GJ 2022) und folgte in etwa der Entwicklung des EBITDA. Im HR-Jahr 2023 wirkte sich die gestiegenen Zinsen positiv auf das Finanzergebnis und folglich auf das Periodenergebnis aus.

Umsatzerlöse

203 Die Umsatzerlöse ergeben sich aus den Brutto-Umsatzerlösen abzüglich der Erlösschmälerungen. Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum 2021-23:

³⁴ Die Unternehmensplanung fußt auf den Zahlen des internen Rechnungswesens, die sich grundsätzlich zum IFRS-Ergebnis überleiten lassen (siehe Kapitel 4.3: „Planungsanalyse“). Zur Wahrung der Konsistenz haben wir bei der Analyse der historischen Ertragslage ebenfalls die GuV-Struktur des internen Rechnungswesens verwendet.

Tabelle 4: ZC-Konzern – Umsatzerlöse (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
Umsatzerlöse, brutto	106,5	77,8	75,1	
% Wachstum	N/A	(27,0%)	(3,4%)	(16,0%)
Erlösschmälerungen in % der Umsatzerlöse, brutto	(16,1) (15,1%)	(12,8) (16,4%)	(13,0) (17,2%)	(16,3%)
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,2	
% Wachstum	N/A	(28,1%)	(4,3%)	(17,1%)

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

204 Insgesamt lässt sich ein Umsatzrückgang von EUR 90,5 Mio. im GJ 2021 auf EUR 62,2 Mio. im HR-Jahr 2023 feststellen. Die Umsatzentwicklung spiegelt i.W. die Entwicklung der Brutto-Umsätze wider. Weiterhin haben höhere Nachlässe gegenüber dem Handel zu den Umsatzeinbußen beigetragen.

Brutto-Umsatzerlöse

205 Die Brutto-Umsatzerlöse haben sich von EUR 106,5 Mio. im GJ 2021 auf EUR 75,1 Mio. HR-Jahr 2023 deutlich reduziert. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang von -16,0%.

206 Die Entwicklung der Brutto-Umsatzerlöse ist wesentlich von der Entwicklung des Marktumfelds abhängig. Nach dem Ende der Corona-Pandemie verzeichnete der für den ZC-Konzern wichtige Markt für Spiel- und Funktionspuppen starke Verluste. Darüber hinaus hat sich das angespannte gesamtwirtschaftliche Umfeld und insb. der wesentliche Anstieg der Inflationsrate infolge des Ukraine-Kriegs negativ auf das Puppensegment ausgewirkt (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“).

207 Des Weiteren hat der signifikante Rückgang des Bestellvolumens der Otto Group, die im GJ 2021 noch zu den drei größten Kunden des ZC-Konzern zählte, zu den starken Umsatzeinbußen in Deutschland geführt. Hintergrund waren die Probleme der zugehörigen Tochtergesellschaft myToys.de GmbH, die ihren Geschäftsbetrieb bis Februar 2024 vollständig einstellen soll. Der Spielwarenhändler betrieb einen Online-Shop und trug wesentlich zu den Umsätzen des ZC-Konzerns mit der Otto Group bei.

208 Auch andere Regionen waren von den Problemen der Händler betroffen, z.B. Belgien mit den finanziellen Schwierigkeiten des größten belgischen Kunden, die zu einer Marktkonsolidierung und Filialschließungen führten.

Erlösschmälerungen

209 Der Anteil der Erlösschmälerungen an den Brutto-Umsätzen ist von 15,1% im GJ 2021 auf 17,2% im HR-Jahr 2023 gestiegen. Dies liegt zum einen an höheren Preisnachlässen, zum anderen an umsatzunabhängigen Komponenten, die bei niedrigeren Umsätzen zu einem höheren Anteil der Erlösschmälerungen führen.

210 Erlösschmälerungen enthalten zum einen Preisnachlässe (Rabatte, Boni, Skonti) gegenüber den Händlern, zum anderen Werbekostenzuschüsse. Der ZC-Konzern gewährt Werbekostenzuschüsse, um Einfluss auf die Vermarktung der Zapf-Produkte zu nehmen. Die Werbekostenzuschüsse stellen eine umsatzunabhängige Komponente dar und führen bei sinkenden Brutto-Umsätzen i.d.R. zu höheren prozentualen Abschlägen.

Rohhertrag

211 Nachfolgende Tabelle stellt die Bestandteile des Rohertrags im Vergangenheitszeitraum 2021-23 dar:

Tabelle 5: ZC-Konzern – Rohertrag (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,2	
% Wachstum	N/A	(28,1%)	(4,3%)	(17,1%)
Materialaufwendungen in % der Umsatzerlöse	(37,9) (41,9%)	(32,2) (49,5%)	(27,2) (43,7%)	(45,0%)
Fracht/Logistik in % der Umsatzerlöse	(9,3) (10,2%)	(6,9) (10,5%)	(5,3) (8,5%)	(9,8%)
MGA-Beschaffungsvereinbarung in % der Umsatzerlöse	(2,2) (2,4%)	(1,6) (2,5%)	(1,4) (2,3%)	(2,4%)
Umsatzkosten	(49,4)	(40,6)	(33,9)	
in % der Umsatzerlöse	(54,6%)	(62,5%)	(54,5%)	(57,2%)
Rohertrag	41,1	24,4	28,3	
in % der Umsatzerlöse	45,4%	37,5%	45,5%	42,8%

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 212 Die Umsatzkosten setzen sich aus Materialkosten, Fracht- und Logistik-Aufwendungen sowie den Kosten im Zusammenhang mit der MGA-Beschaffungsvereinbarung zusammen. Der Anteil der Umsatzkosten an den Umsatzerlösen lag im Vergangenheitszeitraum bei 54,6%, 62,5% bzw. 54,5%. Die Rohertrags-Marge lag in den Jahren 2021-23 dementsprechend bei 45,4%, 37,5% bzw. 45,5% (durchschnittlich 42,8%).

Materialaufwendungen

- 213 Hervorzuheben ist der Anstieg der Materialkostenquote auf 49,5% im Ist-Jahr 2022 (41,9% im Vorjahr). Die Hersteller haben in den Jahren 2021-22 erhebliche Preiserhöhungen verlangt, insb. für die Produktion von BABY born. Der ZC-Konzern arbeitet kontinuierlich am Produkt- und Verpackungsdesign bzw. Lieferumfang, um die Produktionskosten unter Kontrolle zu halten. Im HR-Jahr 2023 konnte der ZC-Konzern durch eine Reihe von inhaltlichen/technischen Produktmaßnahmen die Materialkosten wieder senken.

Fracht/Logistik-Aufwendungen

- 214 Die Margenerholung im HR-Jahr 2023 ist auch auf niedrigere Fracht- und Logistik-Aufwendungen zurückzuführen. Der hohe Anteil der Fracht- und Logistik-Kosten in den GJ 2021-22 begründet sich in den hohen Container-Preisen/Frachtraten während der Corona-Pandemie. Im HR-Jahr 2023 kehrten die Frachtkosten weitestgehend auf das Vorkrisenniveau zurück.

MGA-Beschaffungsvereinbarung

- 215 Die Kosten im Zusammenhang mit der MGA-Beschaffungsvereinbarung bewegten sich im Vergangenheitszeitraum zwischen 2,3% und 2,5% der Umsatzerlöse. Im Rahmen des Dienstleistungsvertrags Hongkong/China (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“) übernimmt die MGA HK u.a. die Produktionsplanung, Materialbeschaffung und Auswahl der Hersteller in Hongkong/China (MGA-Beschaffungsvereinbarung) sowie die technische Umsetzung der Produkte (MGA-Entwicklungsvereinbarung). Als Gegenleistung entrichtet der ZC-Konzern eine Dienstleistungsgebühr, die derzeit 10% des Einkaufsvolumens beträgt. Davon werden wiederum 60% der MGA-Beschaffungsvereinbarung zugeordnet. Die verbleibenden 40% werden als Aufwendungen für die MGA-Entwicklungsvereinbarung (EBITDA) erfasst.

EBITDA

- 216 Das EBITDA ergibt sich aus dem Rohertrag, Personalkosten, Vertriebs- und Distributionsaufwendungen, Marketingaufwendungen und sonstigen Aufwendungen/Erträgen. Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der wesentlichen EBITDA-Bestandteile im Vergangenheitszeitraum 2021-23.

Tabelle 6: ZC-Konzern – EBITDA (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
Roherttrag	41,1	24,4	28,3	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>45,4%</i>	<i>37,5%</i>	<i>45,5%</i>	<i>42,8%</i>
Personalkosten	(6,1)	(5,4)	(6,2)	
Grundgehalt und Beiträge zur Sozialversicherung	(6,2)	(7,1)	(8,2)	
Bonuszahlungen	(0,5)	(0,2)	(0,5)	
Sonstige Personalkosten	(0,7)	(1,1)	(1,0)	
MGA-Ausgleichszahlung	1,4	3,0	3,6	
Vertriebs- und Distributionsaufwendungen	(3,4)	(1,9)	(2,1)	
Handelsvertreter	(1,0)	(0,7)	(0,8)	
Logistikaufwendungen	(1,3)	(0,3)	(0,2)	
Forderungsmanagement	(1,0)	(0,7)	(0,7)	
Sonstige Vertriebs- und Distributionsaufwendungen	(0,1)	(0,2)	(0,4)	
Marketingaufwendungen	(13,3)	(11,2)	(10,9)	
TV-Marketing	(8,7)	(7,4)	(5,8)	
Internet-Marketing	(1,4)	(0,9)	(1,2)	
Public Relations	(1,0)	(1,0)	(0,9)	
Sonstige Marketingaufwendungen	(2,2)	(1,9)	(3,1)	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(2,5)	(2,0)	(3,1)	
Allgemeine Verwaltungskosten	(2,5)	(2,6)	(2,5)	
Kursgewinne/-verluste	1,0	1,3	0,0	
MGA-Entwicklungsvereinbarung	(1,5)	(1,1)	(0,9)	
MGA-Lizenerträge	0,4	0,3	0,3	
EBITDA	15,8	3,8	6,0	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>17,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>9,6%</i>	<i>11,0%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

Personalkosten

- 217 Die Personalaufwendungen verzeichneten im GJ 2022 einen Rückgang auf EUR 5,4 Mio. (von EUR 6,1 Mio. im GJ 2021) und stiegen im HR-Jahr 2023 wieder auf EUR 6,2 Mio. Hintergrund für den Rückgang im GJ 2022 waren zum einen rückläufige Bonuszahlungen aufgrund verfehlter Umsatzziele, zum anderen höhere Ausgleichszahlungen von MGA im Zusammenhang mit den Management/Shared Services Agreements (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“).
- 218 Diese Verträge regeln u.a. die gemeinsame Nutzung von Personal durch den ZC-Konzern und MGA. Das Management Service Agreement wurde im GJ 2022 abgeschlossen und betrifft die Vergütung der durch den ZC-Konzern (Vorstand und leitende Angestellte) erbrachten Management-Leistungen. Die Aufteilung der entstandenen Kosten erfolgt entsprechend der Umsatz-Relation zwischen dem ZC-Konzern und MGA. Aufgrund des neu abgeschlossenen Management Services Agreements und der Verschiebung der Umsatz-Relation zugunsten MGA stiegen die Ausgleichszahlungen an den ZC-Konzern in den Jahren 2022-23.
- 219 Insgesamt ist die Personalkostenquote aufgrund der niedrigeren Umsatzbasis von 6,7% im GJ 2021 auf 10,0% (unbereinigt) im HR-Jahr 2023 angestiegen. Maßgeblich für den Anstieg der Personalkostenquote waren die Neueinstellungen und Gehaltsanpassungen in den Jahren 2021-23.

Vertriebs- und Distributionsaufwendungen

- 220 Die Vertriebs- und Distributionsaufwendungen verringerten sich insgesamt auf EUR 2,1 Mio. im HR-Jahr 2023. Dies liegt i.W. an den unregelmäßig auftretenden Instandhaltungsaufwendungen in der Logistik, die das Ergebnis im GJ 2021 mit EUR 1,0 Mio. belasteten. Darüber hinaus haben sich die Kosten für Handelsvertreter und Factoring (Forderungsmanagement) im Zuge des Umsatzrückgangs reduziert.

Marketingaufwendungen

- 221 Die Marketingaufwendungen sind für den ZC-Konzern im Rahmen der „Pull-Strategie“ von großer Bedeutung (siehe Kapitel 4.1.2.3: „Geschäftsmodell und -strategie“). Insgesamt gingen die Marketingaufwendungen von EUR 13,3 Mio. im GJ 2021 auf EUR 10,9 Mio. im HR-Jahr

2023 zurück. Die Marketingkostenquote hat sich hingegen von 14,7% im GJ 2021 auf 17,5% im HR-Jahr 2023 erhöht.

- 222 Der erhöhte Marketingaufwand ist notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit des ZC-Konzerns sicherzustellen. Die Marketingkosten gliedern sich in die Bereiche TV-Marketing, Internet-Marketing, Public Relations und sonstige. In den letzten drei Jahren lässt sich insbesondere ein Rückgang des TV-Marketings zugunsten der anderen Bereiche beobachten. Das Internet-Marketing umfasst u.a. Kooperationen mit Influencern und Content-Erstellern, vor allem auf der Video-Plattform YouTube. Der Bereich Public Relations verantwortet die Außendarstellung des ZC-Konzerns. Sonstige Marketingaufwendungen umfassen u.a. Aufwendungen für Print-Marketing, Fotografien und Messen/Ausstellungen.

Sonstige Aufwendungen/Erträge

- 223 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge beziehen sich i.W. auf allgemeine Verwaltungskosten und Kosten im Zusammenhang mit der MGA-Entwicklungsvereinbarung. Die allgemeinen Verwaltungskosten betreffen den IT-Bereich, die Instandhaltung der Gebäude und Grundstücke, den Fuhrpark, Rechnungslegung, Versicherungen und Beratungsaufwendungen (Freelancer). Im Rahmen der MGA-Entwicklungsvereinbarung übernimmt die MGA HK die technische Umsetzung neuer Produktkonzepte (siehe Kapitel 4.1.2.3: „Geschäftsmodell und -strategie“).
- 224 Ferner fallen Lizenzerträge im Zusammenhang mit den MGA-Lizenzvereinbarungen an, welche aus dem Verkauf von Zapf-Produkten durch den MGA-Konzern, hauptsächlich in Nordamerika, resultieren (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“). Insgesamt sind die Lizenzerträge aber von untergeordneter Bedeutung.
- 225 Darüber hinaus waren in der Vergangenheit Kursgewinne/-verluste aus Sicherungsgeschäften und Fremdwährungsbeständen von Bedeutung. Durch die positive Entwicklung des US-Dollars wurde das EBITDA in den GJ 2021-22 um EUR 1,0 Mio. bzw. EUR 1,3 Mio. verbessert. Im Rahmen unserer GuV-Bereinigungen wurden diese Effekte eliminiert (siehe Kapitel 4.2.3: „Bereinigungen der Ertragslage“).

EBITDA

- 226 Insgesamt hat sich das EBITDA von EUR 15,8 Mio. im GJ 2021 auf EUR 6,0 Mio. verschlechtert. Der Margenrückgang von 17,4% im GJ 2021 auf 9,6% im HR-Jahr 2023 war vor allem durch die erhöhte Personal- und Marketingkostenquote zum nachhaltigen Erhalt und Ausbau der Wettbewerbsposition bedingt.

Periodenergebnis

- 227 Ausgehend vom EBITDA ergibt sich nach Berücksichtigung der Abschreibungen, des Finanzergebnisses und der Ertragsteuern das Periodenergebnis. Nachfolgende Tabelle zeigt das unbereinigte Periodenergebnis des ZC-Konzerns im Vergangenheitszeitraum 2021-23:

Tabelle 7: ZC-Konzern – Periodenergebnis (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
EBITDA	15,8	3,8	6,0	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	17,4%	5,9%	9,6%	11,0%
Abschreibungen	(2,0)	(2,0)	(2,1)	
EBIT	13,8	1,8	3,9	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	15,2%	2,8%	6,3%	8,1%
Finanzergebnis	(0,3)	(0,2)	0,9	
EBT	13,4	1,7	4,8	
Ertragsteuern	(3,7)	(0,5)	(1,2)	
Periodenergebnis	9,7	1,1	3,6	

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 228 Die Abschreibungen beziehen sich auf das Sachanlagevermögen und (zu einem geringen Teil) auf immaterielle Vermögenswerte. Die Abschreibungen lagen im Vergangenheitszeitraum bei rd. EUR 2,0 Mio. p.a. und spiegeln das niedrige Investitionsvolumen der vergangenen Jahre wider.

- 229 Das Finanzergebnis beinhaltet hauptsächlich die Zinserträge auf den überschüssigen Kassenbestand (siehe Kapitel 4.2.1: „Vermögenslage“) und hängt somit i.W. vom allgemeinen Zinsniveau ab. Durch mehrere Zinsanstiege der EZB im Jahr 2023 hat sich auch das Finanzergebnis von EUR -0,3 Mio. im GJ 2021 auf EUR 0,9 Mio. im HR-Jahr 2023 vergrößert.
- 230 Das Ergebnis vor Steuern (EBT) lag im GJ 2021 bei EUR 13,4 Mio., im GJ 2022 bei EUR 1,7 Mio. und im HR-Jahr 2023 bei EUR 4,8 Mio.
- 231 Die Ertragsteuern umfassen laufende Steuern (i.W. Gewerbe- und Körperschaftsteuer) sowie latente Steuern. Die latenten Steuern enthalten insb. auch die Verrechnung der steuerlichen Verlustvorträge der ZC AG im GJ 2022.
- 232 Insgesamt resultiert daraus ein Periodenergebnis i.H.v. EUR 9,7 Mio. im GJ 2021, i.H.v. EUR 1,1 Mio. im GJ 2022 und i.H.v. EUR 3,6 Mio. im HR-Jahr 2023.

4.2.3 Bereinigungen der Ertragslage

- 233 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse des ZC-Konzerns eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und um die Planungsrechnung plausibilisieren zu können, ist die historische Ertragslage um nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse zu bereinigen.
- 234 Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen.³⁵ Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.
- 235 Die Bereinigungen dienen nur der Beurteilung der Planzahlen und haben keinen Ergebniseffekt im Rahmen der Ertragswertmethode.

EBITDA

- 236 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen des EBITDA für den Vergangenheitszeitraum 2021-23 zusammen:

Tabelle 8: ZC-Konzern – Bereinigungen EBITDA

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
EBITDA, unbereinigt	15,8	3,8	6,0	
<i>in % der Umsatzerlöse, unbereinigt</i>	<i>17,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>9,6%</i>	<i>11,0%</i>
Sondereffekte	(0,8)	(0,9)	0,0	
Abfindungen	0,0	0,2	0,2	
Kursgewinne/-verluste	(0,7)	(1,0)	(0,0)	
Erträge aus Vertragsstrafen	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Erträge/Verluste aus Abgängen	(0,0)	0,0	(0,0)	
Normalisierungen	(0,2)	(0,2)	(0,2)	
Mieteinnahmen	(0,2)	(0,2)	(0,2)	
Grundsteuer	0,0	0,0	0,0	
EBITDA Bereinigungen	(1,0)	(1,1)	(0,2)	
Bereinigungen/Umkehrungen	1,0	1,1	0,2	
EBITDA, bereinigt	14,8	2,7	5,8	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>16,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,0%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 237 Die von uns vorgenommenen Bereinigungen des EBITDA beziehen sich auf die folgenden Sondereffekte und Normalisierungen:
- **Sondereffekte:** Die Sondereffekte umfassen nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse, i.W. Abfindungen und Kursgewinne/-verluste durch die Entwicklung des US-Dollars. Darüber hinaus wurden Erträge aus Vertragsstrafen sowie Erträge/Verluste aus Abgängen des Anlagevermögens bereinigt.
 - **Normalisierungen:** Die Normalisierungen umfassen Mieteinnahmen und Grundsteueraufwendungen in Verbindung mit dem an die D+S vermieteten

³⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73.

Logistikzentrum, das dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zugerechnet wird. Bei der Unternehmensbewertung wird das Logistikzentrum als Sonderwert berücksichtigt (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“).

238 Im Ergebnis beträgt die von uns bereinigte EBITDA-Marge der GJ 2021-23 durchschnittlich 10,0% und liegt damit 1,0%-Punkte unterhalb der unbereinigten EBITDA-Marge.

Bereinigungen/Umkehrungen

239 Nachfolgende Tabelle fasst die Bereinigungen/Umkehrungen der historischen Ertragslage zusammen:

Tabelle 9: ZC-Konzern – Bereinigungen/Umkehrungen

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
EBITDA Bereinigungen	(1,0)	(1,1)	(0,2)	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>0,2</i>	
Finanzergebnis Bereinigungen	0,3	0,2	(0,9)	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	<i>(0,3)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>0,9</i>	
Bereinigungen gesamt	(0,7)	(0,9)	(1,1)	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	<i>0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>1,1</i>	

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

240 Neben den Bereinigungen des EBITDA haben wir auch die Finanzerträge der Jahre 2021-23 normalisiert, zumal sich diese aus dem überschüssigen Barbestand der Gesellschaft ergeben, der im Rahmen der Unternehmensbewertung als Sonderwert angesetzt wird (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“).

Abschließende Würdigung

241 Wir haben die zuvor diskutierten EBITDA-Bereinigungen auf die einzelnen GuV-Posten verteilt. Nachfolgende Tabelle zeigt die von uns bereinigte Ertragslage im Vergangenheitszeitraum 2021-23:

Tabelle 10: ZC-Konzern – Bereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,1	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(28,2%)</i>	<i>(4,3%)</i>	<i>(17,1%)</i>
Umsatzkosten	(49,1)	(40,3)	(33,8)	
Rohertrag	41,4	24,6	28,3	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>45,7%</i>	<i>37,9%</i>	<i>45,6%</i>	<i>43,1%</i>
Personalaufwendungen	(6,1)	(5,2)	(6,2)	
Vertriebs- und Distributionsaufw.	(3,4)	(1,9)	(2,0)	
Marketingaufwendungen	(13,3)	(11,2)	(10,9)	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(3,8)	(3,6)	(3,5)	
EBITDA	14,8	2,7	5,8	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>16,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,0%</i>
Abschreibungen	(2,0)	(2,0)	(2,1)	
EBIT	12,8	0,7	3,8	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>14,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,1%</i>
Finanzergebnis	-	-	-	
Bereinigungen/Umkehrungen	0,7	0,9	1,1	
EBT	13,4	1,7	4,8	
Ertragsteuern	(3,7)	(0,5)	(1,2)	
Periodenergebnis	9,7	1,1	3,6	

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

242 Die durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage werden EBT mit negativem Vorzeichen als „Bereinigungen/Umkehrungen“ hinzugerechnet, sodass das EBT, die Ertragsteuern und das Periodenergebnis von den durchgeführten Bereinigungen unberührt bleiben.

243 Wir haben unsere Bereinigungen mit denen der Bewertungsgutachterin abgeglichen und keine Abweichungen festgestellt.

4.3 Planungsanalyse

4.3.1 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung

- 244 Die Bewertung der ZC AG geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer aus. Da die Genauigkeit einer Prognose immer weiter abnimmt, je weiter diese in die Zukunft gerichtet ist, wird in der Bewertungstheorie und -praxis grundsätzlich zwischen der Detailplanungsphase (bzw. „Detailplanungshorizont“) und der Phase der ewigen Rente („Ewige Rente“) unterschieden. Die Detailplanungsphase ergibt sich dabei aus der Konzernplanung der ZC AG.
- 245 Die vorliegende Unternehmensplanung für den ZC-Konzern („**Unternehmensplanung**“) umfasst das Budget-Jahr 2024 und die beiden Folgejahre 2025-26. Die Planung fußt auf den Zahlen des internen Rechnungswesens, die sich grundsätzlich zum IFRS-Ergebnis überleiten lassen. Die Planungsrechnung besteht aus einer nach dem Umsatzkostenverfahren erstellten GuV-Planung, die um eine überschlägige Bilanzplanung für das Budget-Jahr ergänzt ist. Die Plan-Bilanz enthält insbesondere die Planung des Anlagevermögens (Investitionsplanung).
- 246 Zweck der Unternehmensplanung ist die zielorientierte Unternehmenssteuerung und die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen. Des Weiteren wird die Budget-Planung als Maßstab für die Bemessung der Boni für das Management und die Vertriebsmitarbeiter herangezogen.
- 247 In der Vergangenheit wurden GuV und Bilanz nur für das Budget-Jahr geplant; die Gesellschaft hat bisher keine Mittelfristplanung erstellt. Die Budget-Planung für das Jahr 2024 entspricht dem regelmäßigen Planungsprozess der Gesellschaft.
- 248 Die Planungsarbeiten für das Budget des Folgejahres beginnen i.d.R. im September eines Jahres und werden im Dezember abgeschlossen. Grundlage der Budget-Planung für das Folgejahr ist das Ergebnis der ersten neun Monate des laufenden Jahres und die darauf aufbauende abschließende Gesamtjahresplanung. Die verabschiedete Budget-Planung ist in Monatsscheiben gegliedert und wird im neuen Jahr zwei Mal aktualisiert.
- 249 Die ursprüngliche Unternehmensplanung wurde am 20. Dezember 2023 durch den Vorstand und Aufsichtsrat der ZC AG genehmigt. Die Ursprungsplanung bildete nicht die Zusatzinvestitionen und -aufwendungen für die geplante Renovierung des Hauptgebäudes ab. Die entsprechenden Nachtragsbudgets wurden per Umlaufbeschluss am 8. Januar 2024 vom Aufsichtsrat genehmigt.

Budget-Planung

- 250 Die Planung für das Budget-Jahr ist das Ergebnis eines hybriden Planungsprozesses aus Bottom-up- und Top-down-Planung. Auskunftsgemäß werden die einzelnen GuV-Posten wie folgt geplant:
- Die Umsatzplanung erfolgt zunächst durch die Vertriebsverantwortlichen der ZC AG und ihrer Tochtergesellschaften und wird „bottom-up“ auf Kunden- bzw. Produktebene erstellt. Hierbei werden die aktuellen Konditionslisten („Customer Term Sheets“) berücksichtigt, woraus sich die geplanten Abschläge gegenüber den Händlern ergeben. Die Umsätze der Ländergesellschaften werden in Landeswährung geplant und nach Umrechnung in EUR in der Konzernplanung zusammengeführt. Anschließend prüft das Zentralcontrolling die Planung des Vertriebs. Hierbei fließen Top-down-Überlegungen, wie z.B. die gesamtwirtschaftliche Lage und die aktuelle Marktentwicklung³⁶, in die Umsatzplanung ein. Die Planung der Umsatzerlöse stellt einen „rotierenden Prozess“ dar, wobei sich die Vertriebsmitarbeiter in mehreren Planungsrounds mit der Zentrale abstimmen.
 - Die Planung der Umsatzkosten (Herstellungskosten des Umsatzes) basiert auf der detaillierten Umsatzplanung unter Berücksichtigung der erwarteten Material- und Frachtkosten für die verschiedenen Produkte. Bei der Planung werden die zukünftige Entwicklung der Materialpreise, Einsparungen durch optimiertes Produkt-/Verpackungsdesign und währungsbedingte Veränderungen berücksichtigt.

³⁶ Insb. Einzelhandelsdaten von Circana (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“).

- Die Personalaufwendungen werden anhand der aktuellen Lohn- und Gehaltsliste des ZC-Konzerns unter Berücksichtigung der geplanten Neueinstellungen und der bekannten/erwarteten Kündigungen im Budget-Jahr geplant.
- Die Vertriebs- und Distributionsaufwendungen sind i.W. an die Umsatzplanung für die Vertriebsregionen, die in den Tätigkeitsbereich der Handelsvertreter fallen, geknüpft.
- Die Planung der Marketingaufwendungen beruht auf einem Maßnahmenkatalog für die einzelnen Vertriebsregionen bzw. Marketingkanäle.
- Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen berücksichtigen in der Budget-Planung die aktuelle Ausgangslage und langfristige Ausrichtung des ZC-Konzerns. Absehbare Sondereinflüsse, wie z.B. die Renovierung des Hauptgebäudes im Budget-Jahr 2024, fließen dabei in die Planung mit ein.
- Die Abschreibungen ergeben sich aus dem Anlagebestand und der Investitionsplanung des ZC-Konzerns. Die Investitionsplanung umfasst die laufenden Investitionen und anstehende Sonderprojekte.

Mittelfrist-Planung

251 Die Gesellschaft hat erstmals eine Mittelfrist-Planung für die Jahre 2025-26 aufgestellt („**Midterm Plan**“ bzw. „**MTP**“). Die Mittelfrist-Planung wurde nach dem Top-down-Ansatz erstellt und beruht in wesentlichen Teilen auf der Budget-Planung. Der Planungsansatz für die Jahre 2025-26 lässt sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Umsatzplanung wurde auf Ebene der Vertriebsregionen/-länder durchgeführt. Dabei haben die Vertriebsplaner Wachstumsraten für die einzelnen Märkte auf Grundlage der bestehenden Wettbewerbssituation und der vorgesehenen Marketing- und Vertriebsmaßnahmen festgelegt.
- Bei der Planung der Umsatzkosten wurden konstante Material- und Frachtkostenquoten unterstellt. Ebenso wurden die Vertriebs- und Distributionsaufwendungen entsprechend der Umsatzentwicklung fortgeschrieben.
- Die Personal- und Verwaltungsaufwendungen wurden mit einer jährlichen Steigung von jeweils 4,0% und 6,0% fortgeschrieben. Zum einen begründet die Gesellschaft den Kostenanstieg durch Nachholbedarf im Personal- und Verwaltungsbereich; zum anderen wurde die tatsächliche Kostenentwicklung bisher unterschätzt (siehe Kapitel: 4.3.2 „Planungstreue“).
- Bei den Marketingaufwendungen wurde hingegen kein Anstieg unterstellt. Dies liegt darin begründet, dass die Aufwendungen für die BABY born-Animationsserie aktiviert werden und nicht in der GuV erfasst werden. Eine entsprechende Anpassung der Abschreibungen wurde vorgenommen.

252 Die Mittelfrist-Planung enthält keine (vollständige) Bilanz- bzw. Investitionsplanung. Die Investitionen in den Planjahren 2025-26 wurden von der Bewertungsgutachterin anhand der laufenden Investitionen des ZC-Konzerns und der vorgelegten Renovierungspläne für das Verwaltungsgebäude abgeleitet.

Abschließende Würdigung

253 Wir haben uns im Rahmen unserer Prüfung davon überzeugt, dass die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel und frei von Widersprüchen sind und die für die Geschäftsentwicklung der ZC AG relevanten Sachverhalte sachgerecht berücksichtigt worden sind. Die vorliegende Unternehmensplanung berücksichtigt keine Effekte aus der geplanten Strukturmaßnahme.

254 Die Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts der ZC AG grundsätzlich verwendet werden.

4.3.2 Planungstreue

255 Zur Beurteilung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin einen Plan-Ist-Vergleich für die GJ 2021-22 und die Hochrechnung 2023 vorgenommen. Zur Prüfung der Analysen und

Schlussfolgerungen der Bewertungsgutachterin haben wir ebenfalls einen Plan-Ist-Vergleich angestellt.

256 Nachfolgende Tabelle stellt die prozentuale Abweichung der tatsächlich eingetretenen Ergebnisgrößen von den geplanten Ergebnisgrößen dar. Eine positive bzw. negative Abweichung bedeutet, dass die tatsächlich eingetretenen Werte oberhalb bzw. unterhalb des Budgets lagen.³⁷

Tabelle 11: Budget-Planung – Planungstreue

%	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Ist Ø 21-23
Umsatzerlöse	(9%)	(25%)	(7%)	(13%)
EBITDA	1%	(62%)	21%	(13%)
EBIT	3%	(76%)	27%	(16%)
EBT	2%	(77%)	58%	(6%)

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

257 In der Gesamtschau lagen die historisch erzielten Umsatzerlöse, EBITDA, EBIT und EBT unter den budgetierten Werten. Hieraus kann geschlussfolgert werden, dass Budget-Planungen die Erwartungswerte nicht einseitig unterschätzen.

258 Wie die Bewertungsgutachterin vertreten wir daher die Auffassung, dass die Budget-Planung der ZC AG in diesem Zusammenhang grundsätzlich für den Zweck der Unternehmensbewertung herangezogen werden können.

259 Für die Mittelfrist-Planung kann keine Aussage getroffen werden, da in der Vergangenheit keine Planungsrechnung über das Budget-Jahr hinaus aufgestellt wurde.

4.3.3 Planungsrechnung

260 Die Tabellen in diesem Abschnitt zeigen das Budget-Jahr 2024 sowie die Planjahre 2025-26 (zusammen: „**Planungszeitraum**“ bzw. „**Detailplanungshorizont**“). Zu Vergleichszwecken zeigen wir zusätzlich den Vergangenheitszeitraum nach Bereinigungen und die zusammenfassenden Kennzahlen der historischen Ertragslage nach Bereinigungen (Spalte „Ist Ø 21-23“). Für eine Diskussion der vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage verweisen wir auf Kapitel 4.2.3: „Bereinigungen der Ertragslage“. Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Detailplanungszeitraum (Spalte „Plan Ø 24-26“) sind wie folgt definiert:

- Der CAGR für den Detailplanungszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der Jahre 2024-26.
- Die durchschnittlichen Margen für den Detailplanungszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der Jahre 2024-26.

261 Nachfolgende Tabelle zeigt die Plan-GuV des ZC-Konzerns nach Anpassungen:

³⁷ Wir weisen darauf hin, dass wir die Ist-Zahlen um Sondereffekte, aber nicht um Normalisierungen, bereinigt haben (siehe Kapitel 4.2.3: „Bereinigungen der Ertragslage“).

Tabelle 12: ZC-Konzern – Plan-GuV (angepasst)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Ist Ø 21-23	Plan Ø 24-26
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,1	58,4	60,3	63,2		
Wachstum in %	N/A	(28,2%)	(4,3%)	(6,0%)	3,3%	4,8%	(17,1%)	0,6%
Umsatzkosten	(49,1)	(40,3)	(33,8)	(31,5)	(32,5)	(34,1)		
Rohrertrag	41,4	24,6	28,3	26,9	27,8	29,1		
in % der Umsatzerlöse	45,7%	37,9%	45,6%	46,0%	46,1%	46,1%	43,1%	46,1%
Personalaufwendungen	(6,1)	(5,2)	(6,2)	(6,2)	(6,4)	(6,5)		
Vertriebs- und Distributionsaufw.	(3,4)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)		
Marketingaufwendungen	(13,3)	(11,2)	(10,9)	(10,6)	(10,6)	(11,3)		
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(3,8)	(3,6)	(3,5)	(4,1)	(4,3)	(4,3)		
EBITDA	14,8	2,7	5,8	4,0	4,4	5,0		
in % der Umsatzerlöse	16,3%	4,2%	9,4%	6,8%	7,2%	7,9%	10,0%	7,3%
Abschreibungen	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,4)	(2,4)	(2,4)		
EBIT	12,8	0,7	3,8	1,6	1,9	2,6		
in % der Umsatzerlöse	14,1%	1,1%	6,1%	2,8%	3,2%	4,1%	7,1%	3,4%
Finanzergebnis	-	-	-	0,0	0,0	0,0		
Bereinigungen/Umkehrungen	0,7	0,9	1,1	-	-	-		
EBT	13,4	1,7	4,8	1,7	2,0	2,6		
Ertragsteuern	(3,7)	(0,5)	(1,2)	(0,5)	(0,5)	(0,7)		
Periodenergebnis	9,7	1,1	3,6	1,2	1,4	1,9		

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

262 Wir weisen darauf hin, dass die Planungsrechnung keine Mieteinnahmen und Grundsteueraufwendungen in Verbindung mit dem an die D+S vermieteten Logistikzentrum beinhaltet. Entsprechend wird das Logistikzentrum im Rahmen der Unternehmensbewertung als Sonderwert (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“) behandelt und geht nicht in die Ertragswertberechnung mit ein.³⁸

263 Insgesamt lässt sich die Entwicklung der Ertragslage in den Jahren 2024-26 sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Umsatzerlöse sollen im Planungszeitraum geringfügig ansteigen (durchschnittlich 0,6% p.a.). Nach einem weiteren Rückgang im Budget-Jahr 2024 aufgrund der aktuellen Marktlage soll der ZC-Konzern in den Folgejahren 2025-26 wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren.
- Die Rohertragsmarge soll bei durchschnittlich 46,1% liegen und übersteigt das im Vergangenheitszeitraum beobachtete Niveau (43,1%). Die Margenverbesserung liegt i.W. am konsequenten Kostenmanagement in der Produktion und niedrigeren Fracht-/Logistikkosten.
- Die EBITDA-Marge soll sich hingegen von durchschnittlich 10,0% im Vergangenheitszeitraum auf 7,3% im Planungszeitraum verschlechtern aufgrund der geringeren Fixkostenverteilung in Verbindung mit den insgesamt niedrigeren Umsätzen und der zusätzlichen Belastung aus der Renovierung des Hauptgebäudes.
- Das Periodenergebnis wird zusätzlich durch die Abschreibung der BABY born-Animationsserie belastet.

4.3.3.1 Umsatzerlöse

264 Die Umsatzerlöse werden auf Kunden- und Produktebene (Budget-Jahr) bzw. regionaler Ebene (Mittelfrist-Planung) geplant und ergeben sich aus den Brutto-Umsätzen abzüglich Erlösschmälerungen. Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum 2021-23 und Detailplanungshorizont 2024-26:

³⁸ Ebenfalls wurde das Finanzergebnis unter Berücksichtigung der Sonderdividende i.H.v. EUR 66,5 Mio. neu berechnet (siehe Kapitel 4.4.4: „Finanzergebnis“).

Tabelle 13: ZC-Konzern – Umsatzerlöse (angepasst)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Ist Ø 21-23	Plan Ø 24-26
Umsatzerlöse, brutto	106,6	77,7	75,1	70,4	72,5	76,0		
% Wachstum	N/A	(27,0%)	(3,4%)	(6,3%)	3,0%	4,9%	(16,1%)	0,4%
Erlösschmälerungen in % der Umsatzerlöse, brutto	(16,1) (15,1%)	(12,8) (16,4%)	(13,0) (17,2%)	(12,0) (17,0%)	(12,1) (16,8%)	(12,8) (16,8%)	(16,3%)	(16,9%)
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,1	58,4	60,3	63,2		
% Wachstum	N/A	(28,2%)	(4,3%)	(6,0%)	3,3%	4,8%	(17,1%)	0,6%

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 265 Die Brutto-Umsatzerlöse sollen zunächst von EUR 75,1 Mio. im HR-Jahr 2023 auf EUR 70,4 Mio. im Budget-Jahr 2024 sinken und das Ausgangsniveau im Planjahr 2026 (EUR 76,0 Mio.) wieder erreichen. Insgesamt soll wieder ein leichtes Wachstum (durchschnittlich 0,4% p.a.) generiert werden, gegenüber dem Umsatzeinbruch im Vergangenheitszeitraum (durchschnittlich -16,1% p.a.).
- 266 Der Anteil der Erlösschmälerungen an den Brutto-Umsätzen soll sich im Planungszeitraum auf durchschnittlich 16,9% erhöhen, gegenüber 16,3% im Vergangenheitszeitraum. Der anteilige Anstieg liegt an den Werbekostenzuschüssen und Jahresendrabatten als umsatzunabhängige Komponenten der Erlösschmälerungen. Dadurch steigt bei niedrigeren Brutto-Umsatzerlösen der prozentuale Anteil.
- 267 Hieraus ergibt sich ein (Netto-)Umsatzrückgang auf EUR 58,4 Mio. im Budget-Jahr 2024 und eine Umsatzerholung auf EUR 63,2 Mio. im Planjahr 2026. Dies entspricht einem CAGR von 0,6% p.a., gegenüber -17,1% p.a. im Vergangenheitszeitraum.

Umsatzerlöse nach Regionen

- 268 Die Fokus-Regionen Deutschland und UK/Irland sollen aufgrund der bereits hohen Marktdurchdringung langsamer wachsen als die übrigen Regionen. Darüber hinaus belastet der Ausfall wichtiger Kunden (myToys, Galeria Karstadt Kaufhof, Real-Supermärkte, Spiele Max) und die zunehmende Marktmacht der verbleibenden Händler die Umsatzentwicklung in Deutschland (siehe Kapitel 4.1.2.3: „Geschäftsmodell und -strategie“). Dies wirkt sich sowohl auf die Verkaufsmengen als auch auf die durchsetzbaren Verkaufspreise negativ aus. Insgesamt sollen die Umsatzerlöse in Deutschland um durchschnittlich -2,6% p.a. zurückgehen.
- 269 Für UK/Irland wird ein leichtes Umsatzplus von 0,6% p.a. geplant. Das schwache Wachstum liegt auch an der Verschiebung der Marketingaktivitäten auf BABY born zum Nachteil der für diesen Markt wichtigen Baby Annabell-Puppe.
- 270 Die übrigen Regionen sollen hingegen durchschnittliche Wachstumsraten bis zu 11,4% p.a. aufweisen. Die Wachstumspotenziale können dennoch nicht vollends ausgeschöpft werden, da die Produkte in diesen Märkten mehrheitlich durch MGA bzw. unabhängige Distributoren vertrieben werden und Zapf daher nur eingeschränkt Einfluss auf die eigene Wettbewerbsposition nehmen kann (siehe Kapitel 4.1.3.4: „Wettbewerber“). Insgesamt ergibt sich eine Verschiebung der Umsatzanteile i.H.v. 2,5% zugunsten der übrigen Regionen (bzw. zum Nachteil der Fokus-Regionen Deutschland und UK/Irland).

Umsatzerlöse nach Produkten

- 271 Die Umsatzerlöse der BABY born sollen sich von EUR 44,4 Mio. im HR-Jahr 2023 auf EUR 44,3 Mio. im Budget-Jahr 2024 entwickeln. Damit bleibt die Funktionspuppe mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 75,9% das Kernprodukt des ZC-Konzerns. Für die Baby Annabell wird hingegen ein Umsatzrückgang um 18,8% im Budget-Jahr 2024 erwartet, wodurch der Anteil am Gesamtumsatz auf 23,3% sinkt. Für alle anderen Marken wird ein deutlicher Umsatzeinbruch von 55,6% im Budget-Jahr 2024 erwartet. Für die Planjahre 2025-26 wurden keine Veränderungen im Produktmix angenommen.
- 272 Hintergrund dieser Entwicklung ist der Fokus auf die Kernmarke BABY born. So unterstützen verkaufsfördernde Maßnahmen – wie beispielsweise die BABY born-Animationsserie – eine stabile Umsatzentwicklung dieses Produkts.

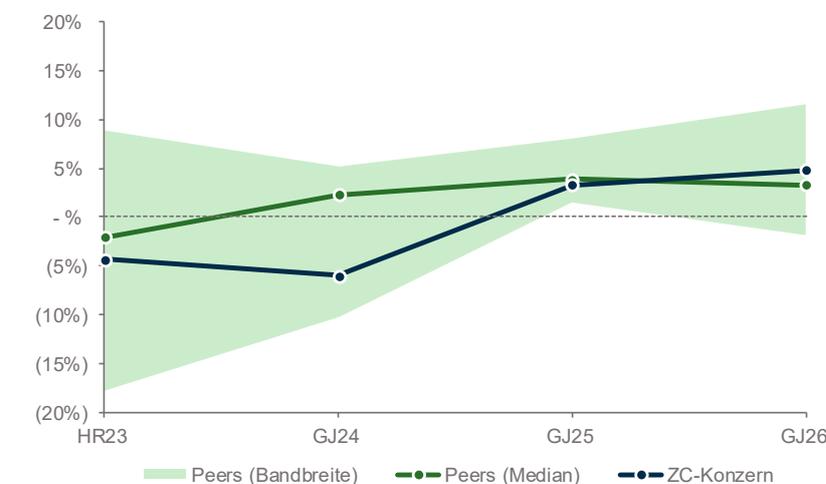
Marktvergleich

- 273 Der Umsatzrückgang im Budget-Jahr 2024 wird im Allgemeinen durch die angespannte Marktlage begründet. Hierbei wird die Inflationsentwicklung der letzten Jahre und die damit verbundene Konsumzurückhaltung herausgestellt (siehe Kapitel 4.1.3.1: „Makroökonomisches Umfeld“). Mit der gesamtwirtschaftlichen Erholung in den Folgejahren 2025-26 sollen auch die Umsätze des ZC-Konzerns wieder (leicht) wachsen.
- 274 Insgesamt soll das Umsatzwachstum (durchschnittlich 0,6% p.a.) aber unter dem prognostiziertem Wachstum für die deutsche bzw. britische Spielwarenbranche (2,5% bzw. 2,4% p.a.) bleiben (siehe Kapitel 4.1.3.2: „Spielwarenbranche“).³⁹
- 275 Das Wachstumsdefizit lässt sich zum Teil durch den fehlenden Kidults-Bereich im Puppensegment erklären, der die gesamten Branchenumsätze treibt. Darüber hinaus wirken sich der demographische Wandel, die zunehmende Konkurrenz durch digitale Medien und die wandelnden Geschlechterrollen derzeit negativ auf das für den ZC-Konzern wichtige Puppensegment aus (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“).

Peer-Vergleich

- 276 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir das geplante Wachstum der Umsatzerlöse anhand der Konsensschätzungen für die Peer Group-Unternehmen gespiegelt. Die der Analyse zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognose für die Vergleichsunternehmen wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen.
- 277 Nachfolgende Abbildung stellt die Wachstumsraten der Umsatzerlöse des ZC-Konzerns dem Wachstum der Peer-Unternehmen für das HR-Jahr 2023 und die Planjahre 2024-26 gegenüber.

Abbildung 11: Peer Vergleich – Wachstum der Umsatzerlöse⁴⁰



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

- 278 Die Wachstumsrate des ZC-Konzerns ist im HR-Jahr 2023 negativ und liegt in etwa auf dem Niveau der Vergleichsunternehmen (Median). Im Budget-Jahr 2024 wird für die Peer-Unternehmen ein positives Umsatzwachstum erwartet, während die Unternehmensplanung des ZC-Konzerns von einem weiteren Umsatzrückgang ausgeht. In den Jahren 2025-26 zeigt die Unternehmensplanung ein zur Peer-Group vergleichbares Umsatzwachstum.

³⁹ Für das Puppensegment standen keine Prognosen zur Verfügung.

⁴⁰ Das Peer-Unternehmen Spin Master wurde aufgrund der Übernahme von Melissa & Doug, LLC im Januar 2024 (anorganisches Wachstum) ausgeschlossen. Darüber hinaus wurde das Peer-Unternehmen TOMY aufgrund des Erwerbes des britischen Spieleportfolios von Drumond Park Limited (anorganisches Wachstum) nicht berücksichtigt. Außerdem wurde das Peer-Unternehmen Character Group aufgrund extremer Umsatzschwankungen (-30,5% im GJ 2023) eliminiert.

279 Die Aussagekraft des Vergleichs im Budget-Jahr 2024 ist allerdings eingeschränkt, da die Peer-Unternehmen im GJ 2023 teilweise größere Umsatzverluste erlitten (bis zu -17,8%), sodass im Folgejahr 2024 wiederum mit stärkeren Erholungseffekten gerechnet wird.

280 Für den gesamten Betrachtungszeitraum ergibt sich für die Peer-Unternehmen (Median) ein CAGR von 2,9% (2023-26) gegenüber einem CAGR des ZC-Konzerns von 0,6%. Das Wachstumsdefizit resultiert aus der starken Spezialisierung des ZC-Konzerns auf Spiel- und Funktionspuppen im Vergleich zu den breiteren Produktportfolios der Peer-Unternehmen. Nachfrageschwankungen oder kurzfristige Veränderungen der Konsumentenpräferenzen kann der ZC-Konzern daher nicht durch Diversifikation in anderen Segmenten ausgleichen. Die Umsatzerlöse des ZC-Konzerns unterliegen damit einer gewissen, nicht beeinflussbaren Zyklizität.

281 Insgesamt lässt sich aus dem Peer Group-Vergleich daher nicht auf ein niedriges Wachstum des ZC-Konzerns im Planungszeitraum schließen.

Zyklizität der Umsätze

282 Langfristig ist wieder von einem stärkeren Wachstum des ZC-Konzerns auszugehen. Die Umsatzentwicklung in den vergangenen 20 Jahren hat gezeigt (siehe Kapitel 4.1.2.2 „Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen“), dass sich mehrjährige Verlust- und Wachstumsphasen abwechseln. Da dieser Effekt nicht vollumfänglich in der Unternehmensplanung der Jahre 2024-26 abgebildet werden kann, erfolgt eine Berücksichtigung der Zyklizität in der Ewigen Rente (siehe Kapitel 4.4.1 „Nachhaltiges Ergebnis“).

4.3.3.2 Rohertrag

283 Nachfolgende Tabelle stellt die Bestandteile des Rohertrags für den Vergangenheitszeitraum, das Budget-Jahr 2024 und die Mittelfrist-Planung 2025-26 dar.

Tabelle 14: ZC-Konzern – Rohertrag (angepasst)

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Ist Ø 21-23	Plan Ø 24-26
Umsatzerlöse	90,5	65,0	62,1	58,4	60,3	63,2		
% Wachstum	N/A	(28,2%)	(4,3%)	(6,0%)	3,3%	4,8%	(17,1%)	0,6%
Materialaufwendungen in % der Umsatzerlöse	(37,6) (41,6%)	(31,9) (49,0%)	(27,1) (43,7%)	(25,5) (43,8%)	(26,4) (43,7%)	(27,7) (43,7%)	(44,8%)	(43,7%)
Fracht/Logistik in % der Umsatzerlöse	(9,3) (10,2%)	(6,9) (10,6%)	(5,3) (8,5%)	(4,5) (7,8%)	(4,7) (7,8%)	(4,9) (7,8%)	(9,8%)	(7,8%)
MGA-Beschaffungsvereinbarung in % der Umsatzerlöse	(2,2) (2,4%)	(1,6) (2,5%)	(1,4) (2,3%)	(1,4) (2,4%)	(1,4) (2,4%)	(1,5) (2,4%)	(2,4%)	(2,4%)
Umsatzkosten	(49,1)	(40,3)	(33,8)	(31,5)	(32,5)	(34,1)		
in % der Umsatzerlöse	(54,3%)	(62,1%)	(54,4%)	(54,0%)	(53,9%)	(53,9%)	(56,9%)	(53,9%)
Rohertrag	41,4	24,6	28,3	26,9	27,8	29,1		
in % der Umsatzerlöse	45,7%	37,9%	45,6%	46,0%	46,1%	46,1%	43,1%	46,1%

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

284 Der Anteil der Materialaufwendungen an den Umsatzerlösen soll ausgehend vom HR-Jahr 2023 nahezu unverändert bleiben. Hierbei soll das konsequente Kostenmanagement bzw. die fortwährende Produktoptimierung künftigen Kostendruck auf der Beschaffungsseite ausgleichen.

285 Die Fracht- und Logistikaufwendungen sollen von durchschnittlich 9,8% der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum auf 7,8% im Planungszeitraum zurückgehen. Hauptursächlich ist der Rückgang der hohen Container-/Frachtraten nach der Corona-Pandemie.⁴¹ Die Fracht- und Logistikaufwendungen spiegeln bereits die höheren Kosten des neuen Logistikdienstleisters

⁴¹ Zum Zeitpunkt der Berichterstellung kommt es aufgrund des Niedrigwassers im Panamakanal und der Huthi-Angriffe im Roten Meer wieder zu einem rapiden Anstieg der Frachtkosten. Diese Entwicklung ist in der vorliegenden Unternehmensplanung nicht berücksichtigt. Im Sinne der Minderheitsaktionäre wurde auf eine Plananpassung verzichtet.

wider. Darüber hinaus wird die Kostenzunahme aus dem Anstieg der regionalen Lagerhaltung abgebildet.

286 Aufwendungen für die MGA-Beschaffungsvereinbarung ergeben sich als Prozentsatz vom Einkaufsvolumen an Zapf-Produkten. Der Anteil an den Umsatzerlösen bleibt daher konstant und beträgt sowohl im Planungszeitraum als auch im Vergangenheitszeitraum 2,4%.

287 Insgesamt steigt die Rohertragsmarge von 45,6% im HR-Jahr 2023 auf 46,1% im Planjahr 2026. Die Durchschnittsmarge liegt im Planungszeitraum mit 46,1% deutlich über dem Vergangenheitszeitraum (43,1%), primär aufgrund niedrigerer Material- sowie Fracht-/Logistikaufwendungen im Planungszeitraum.

4.3.3.3 EBITDA

288 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der EBITDA-Bestandteile im Vergangenheits- und Planungszeitraum.

Tabelle 15: ZC-Konzern – EBITDA (angepasst)⁴²

EUR Mio.	Ist GJ21	Ist GJ22	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Ist Ø 21-23	Plan Ø 24-26
Rohertrag	41,4	24,6	28,3	26,9	27,8	29,1		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>45,7%</i>	<i>37,9%</i>	<i>45,6%</i>	<i>46,0%</i>	<i>46,1%</i>	<i>46,1%</i>	<i>43,1%</i>	<i>46,1%</i>
Personalaufwendungen	(6,1)	(5,2)	(6,2)	(6,2)	(6,4)	(6,5)		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(6,7%)</i>	<i>(8,0%)</i>	<i>(9,9%)</i>	<i>(10,5%)</i>	<i>(10,6%)</i>	<i>(10,2%)</i>	<i>(8,2%)</i>	<i>(10,5%)</i>
Vertriebs- und Distributionsaufw.	(3,4)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(3,8%)</i>	<i>(3,0%)</i>	<i>(3,2%)</i>	<i>(3,4%)</i>	<i>(3,4%)</i>	<i>(3,4%)</i>	<i>(3,3%)</i>	<i>(3,4%)</i>
Marketingaufwendungen	(13,3)	(11,2)	(10,9)	(10,6)	(10,6)	(11,3)		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(14,7%)</i>	<i>(17,2%)</i>	<i>(17,5%)</i>	<i>(18,2%)</i>	<i>(17,7%)</i>	<i>(17,8%)</i>	<i>(16,5%)</i>	<i>(17,9%)</i>
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(3,8)	(3,6)	(3,5)	(4,1)	(4,3)	(4,3)		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(4,2%)</i>	<i>(5,6%)</i>	<i>(5,6%)</i>	<i>(7,0%)</i>	<i>(7,2%)</i>	<i>(6,8%)</i>	<i>(5,1%)</i>	<i>(7,0%)</i>
EBITDA	14,8	2,7	5,8	4,0	4,4	5,0		
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>16,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>7,3%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

Personalaufwendungen

289 Die Personalaufwendungen sollen von durchschnittlich 8,2% der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum auf 10,5% im Detailplanungszeitraum ansteigen. Dies liegt primär an den niedrigeren Umsatzerlösen bei einem weitestgehend unveränderten Mitarbeiterstamm in der Unternehmensplanung.

290 Die Zahl der Beschäftigten der ZC AG soll im Budget-Jahr 2024 um zwei Mitarbeiter abnehmen.

291 Ab dem Planjahr 2025 sollen die Personalaufwendungen pauschal um 4,0% p.a. wachsen. Dies soll i.W. die notwendigen Gehaltsanpassungen zur Motivation und Bindung der Mitarbeitenden abbilden. Da die Umsatzerlöse im letzten Planjahr mit 4,6% stärker ansteigen als die Personalkosten, verbessert sich die Personalkostenquote wieder leicht auf 10,2% im Planjahr 2026.

Vertriebs- und Distributionsaufwendungen

292 Die Vertriebs- und Distributionsaufwendungen sind regionsspezifisch. Durch die leichte regionale Verschiebung hin zu Regionen mit Handelsvertretern ergibt sich ein geringfügiger Anstieg der Vertriebs- und Distributionsaufwendungen von durchschnittlich 3,3% der Konzern-Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum auf 3,4% im Detailplanungshorizont.

⁴² Wir weisen nochmals darauf hin, dass die Planungsrechnung keine Mieteinnahmen und Grundsteueraufwendungen in Verbindung mit dem an die D+S vermieteten Logistikzentrum beinhaltet. Entsprechend wird das Logistikzentrum im Rahmen der Unternehmensbewertung als Sonderwert (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“) behandelt und geht nicht in die Ertragswertberechnung mit ein.

Marketingaufwendungen

- 293 Die Marketingaufwendungen sollen einen Anstieg von durchschnittlich 16,5% an den Umsatzerlösen im Vergangenheitszeitraum auf 17,9% im Planungszeitraum verzeichnen (wobei der Zeitraum 2022-23 bereits vergleichbare Marketingkostenquoten aufweist).
- 294 Die Marketingaktivitäten sind weiterhin von großer strategischer Bedeutung für den ZC-Konzern (siehe Kapitel 4.1.2.3: „Geschäftsmodell und -strategie“). Die Marketingaktivitäten dienen dem Erhalt der Wettbewerbsposition in den Kernregionen und der größeren Marktdurchdringung in den übrigen Regionen.
- 295 In Anbetracht der schwindenden Bedeutung des linearen Fernsehens müssen neue Marketingkanäle (mit komplexeren Strukturen) erschlossen werden (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“). Die Unternehmensplanung sieht einen weiteren Rückgang der Ausgaben für TV-Marketing zugunsten von Internetmarketing, Printmarketing und Events vor. Insgesamt erfordern die geplanten Marketingmaßnahmen ein erhöhtes Marketingbudget.
- 296 Die geplanten Marketingaufwendungen enthalten nicht die Ausgaben für die BABY born-Animationsserie, die in den Investitionen (bzw. künftigen Abschreibungen) erfasst werden.

Sonstige Aufwendungen/Erträge

- 297 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge sollen von EUR 3,5 Mio. im HR-Jahr 2023 auf EUR 4,3 Mio. im Planjahr 2026 ansteigen. Der durchschnittliche Anteil am Umsatz steigt entsprechend von 5,1% im Vergangenheitszeitraum auf 7,0% in der Planung.
- 298 Der Anstieg im Budget-Jahr 2024 bezieht sich auf höhere Ausgaben für IT-Projekte (Digitalisierung) und die geplante Renovierung des Hauptgebäudes in Rödental. Das Dach des Verwaltungsgebäudes ist an einigen Stellen bereits undicht und soll erneuert werden. Für die Renovierung sind im Zeitraum 2024-25 Aufwendungen von rd. EUR 0,6 Mio. p.a. vorgesehen. Die darüber hinaus gehenden Kosten sind in der Investitionsplanung abgebildet. Weiterhin geht die Gesellschaft von steigenden Prüfungs- und Beratungskosten im Planungszeitraum aus.⁴³

EBITDA

- 299 Das EBITDA soll infolge der zuvor beschriebenen Entwicklung von EUR 5,8 Mio. im HR-Jahr 2023 auf EUR 5,0 Mio. im Planjahr 2026 sinken. Die durchschnittliche EBITDA-Marge verschlechtert sich von 10,0% im Vergangenheitszeitraum auf 7,3% im Planungszeitraum.
- 300 Die Margeneinbußen sind i.W. auf die geringere Fixkostenverteilung (Personal, Marketing, Verwaltung) auf die insgesamt niedrigeren Umsatzerlösen im Planungszeitraum zurückzuführen. Derzeit sind Kostenweitergaben an die Händler aufgrund der angespannten Marktlage kaum möglich (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“). Auskunftsgemäß sollen die hohen Fixkosten die Wettbewerbsfähigkeit des ZC-Konzerns langfristig sichern und bei einer künftigen Erholung des Puppensegments das zukünftige Wachstum des ZC-Konzerns ermöglichen.

Peer-Vergleich

- 301 Zur besseren Einordnung der geplanten EBITDA-Marge des ZC-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen.
- 302 Im Budget-Jahr 2024 liegt die EBITDA-Marge des ZC-Konzerns mit 6,8% noch knapp innerhalb der Bandbreite der Peer-Unternehmen (Median von 16,3%). In den Planjahren 2025-26 erwarten die Analysten jedoch eine höhere Profitabilität der Peer-Unternehmen (Median von 16,5% bzw. 20,3%). Im derzeitigen Marktumfeld fehlt es dem ZC-Konzern im Unterschied zu den Peer-Unternehmen zum einen an einem diversifizierten Produktportfolio, um Nachfrageschwankungen bei den Kernmarken BABY born und Baby Annabell auszugleichen, zum anderen an Unternehmensgröße, um Skaleneffekte zu realisieren.

⁴³ Wir weisen darauf hin, dass keine Kosten in Verbindung mit der geplanten Strukturmaßnahme enthalten sind.

Zyklizität der EBITDA-Marge

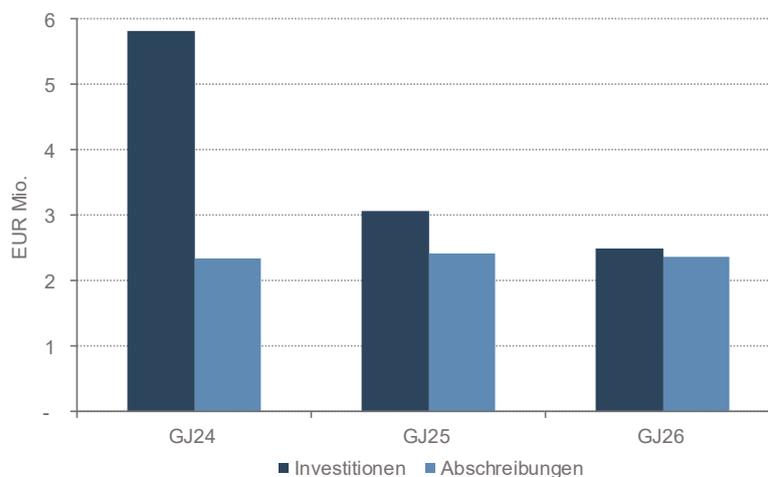
303 Analog zum Peer-Vergleich der Umsatzerlöse wirkt sich die Zyklizität der EBITDA-Marge des ZC-Konzerns (siehe Kapitel 4.1.2.2 „Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen“) nachteilig auf den Margenvergleich mit der Peer Group aus.

304 Langfristig kann jedoch wieder von einem stärkeren Anstieg der EBITDA-Marge ausgegangen werden. Da die Zyklizität der EBITDA-Marge nicht vollständig im Planungszeitraum 2024-26 abgebildet werden kann, erfolgt eine Berücksichtigung der zyklischen Effekte im Zeitraum der Ewigen Rente (siehe Kapitel 4.4.1 „Nachhaltiges Ergebnis“).

4.3.3.4 Investitionen- und Abschreibungen

305 Nachfolgende Abbildung zeigt die Investitions- und Abschreibungsplanung des ZC-Konzerns im Detailplanungszeitraum 2024-26.

Abbildung 12: ZC-Konzern – Investitionen und Abschreibungen



Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

306 Für das Budget-Jahr 2024 sind Gesamtinvestitionen von EUR 5,8 Mio. vorgesehen. Ein Großteil davon entfällt auf die Renovierung der Konzernzentrale in Rödental:

- Auf Basis des Jahresberichts der Prüfstelle für Unternehmenssicherheit VdS Schadenverhütung GmbH muss die elektrische Verteileranlage erneuert werden, um nicht durch die Gebäudeversicherungsgesellschaft gekündigt zu werden.
- Außerdem müssen weitere Teile des Gebäudes renoviert werden. Dies betrifft u.a. die Wasserinstallation, da das Rohrmaterial zu dünn geworden ist, sowie das Ventilationssystem, Elektroinstallationen und die Heizungsanlage.

307 Die Planung der Renovierungskosten beruht auf Kostenvoranschlägen von Ingenieuren und Architekten. Darüber hinaus sind im Budget-Jahr 2024 wesentliche Investitionen in die IT-Infrastruktur geplant. Bis zum Planjahr 2026 sollen sich die Investitionen wieder dem Niveau der Abschreibungen annähern.

308 Die Abschreibungen verzeichnen einen Anstieg von EUR 2,1 Mio. im HR-Jahr 2023 auf rd. EUR 2,4 Mio. p.a. im Planungszeitraum aufgrund der Amortisierung der BABY born-Animationsserie.

4.3.3.5 Abschließende Würdigung

309 Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.

310 So ging der ZC-Konzern bei der Planung der Umsatzerlöse von angemessenen Wachstumsraten aus, die im Einklang zur aktuellen Marktlage stehen. Abweichungen der Wachstumsraten und EBITDA-Margen gegenüber den Peer-Unternehmen begründen sich

durch die ausgeprägte Zyklizität des Geschäftsmodells, die der kleineren Unternehmensgröße und dem homogenen Produktportfolio des ZC-Konzerns zuzuschreiben ist.

- 311 Insgesamt betrachtet stellt die Unternehmensplanung das erwartete Szenario für die Geschäftsentwicklung des ZC-Konzerns in den Jahren 2024-26 dar. Die Umsatzerlöse und Margen erreichen aber aufgrund der beschriebenen Zyklizität noch kein nachhaltiges Niveau. Die Zyklizität wird seitens der Bewertungsgutachterin durch eine Anpassung der Umsatzerlöse und Margen in der Ewigen Rente angemessen abgebildet (siehe Tz. 282, 304 und 317).

4.4 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

4.4.1 Nachhaltiges Ergebnis

- 312 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts des ZC-Konzerns muss der Detailplanungshorizont um den Zeitraum der sog. „Ewigen Rente“ ergänzt werden. Die Ewige Rente („Terminal Value“ bzw. „TV“) spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Planjahr wider. Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem sog. „eingeschwungenen“ Zustand befindet.
- 313 Der eingeschwungene Zustand bildet ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse, EBITDA-Margen sowie Investitionen und Abschreibungen ab. Ebenso bewegen sich das Nettoumlaufvermögen, das Finanzergebnis und die Unternehmensteuern zum Eintritt in die Ewige Rente auf einem nachhaltigen Niveau. Aus diesen Bestandteilen lassen sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse ableiten.
- 314 Alle Ergebnis-Komponenten wachsen im Zeitraum der Ewigen Rente mit einer einheitlichen Wachstumsrate („nachhaltiges Wachstum“ bzw. „Wachstumsabschlag“). Zur Ableitung des Wachstumsabschlags verweisen wir auf Kapitel 4.5.4 „Wachstumsabschlag“.
- 315 Das Jahr der Ewigen Rente entspricht nicht der tatsächlichen Ergebniserwartung für das GJ 2027, sondern repräsentiert die künftige Ertragskraft des ZC-Konzerns über den gesamten Zeitraum der Ewigen Rente. Die Geschäftsentwicklung der Jahre 2027 ff. wird im TV-Jahr 2027 verdichtet.
- 316 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungshorizont (nach Anpassungen) und dem Zeitraum der Ewigen Rente.

Tabelle 16: ZC-Konzern – Nachhaltiges Ergebnis

EUR Mio.	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
Umsatzerlöse	62,1	58,4	60,3	63,2	75,0
<i>Wachstum in %</i>	<i>(4,3%)</i>	<i>(6,0%)</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,8%</i>	<i>18,6%</i>
Umsatzkosten	(33,8)	(31,5)	(32,5)	(34,1)	(40,4)
Rohertrag	28,3	26,9	27,8	29,1	34,6
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>45,6%</i>	<i>46,0%</i>	<i>46,1%</i>	<i>46,1%</i>	<i>46,1%</i>
Personalaufwendungen	(6,2)	(6,2)	(6,4)	(6,5)	(6,6)
Vertriebs- und Distributionsaufw.	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)	(2,2)
Marketingaufwendungen	(10,9)	(10,6)	(10,6)	(11,3)	(11,6)
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(3,5)	(4,1)	(4,3)	(4,3)	(4,4)
EBITDA	5,8	4,0	4,4	5,0	9,8
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,4%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>13,0%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 317 Angesichts der zyklischen Schwankungen der Umsatzerlöse und EBITDA-Marge (siehe Kapitel 4.1.2.2 „Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen“) kann im Planjahr 2026 nicht von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Vielmehr gilt es, den gesamten Zyklus angemessen in der Ewigen Rente abzubilden.
- 318 Die Bewertungsgutachterin hat daher auf Grundlage der historischen Umsatzentwicklung Umsatzerlöse i.H.v. EUR 75,0 Mio. im TV-Jahr 2027 angenommen. Dieser Wert entspricht in etwa den durchschnittlichen Umsatzerlösen im Zeitraum 2017-26 (zehn Jahre) wie auch im Zeitraum 2007-26 (20 Jahre) und bildet somit das durchschnittliche Umsatzniveau innerhalb eines Zykluses ab. Daraus ergibt sich ein signifikanter Umsatzanstieg i.H.v. 18,6% gegenüber dem letzten Planjahr.
- 319 Weiterhin hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige EBITDA-Marge von 13,0% festgesetzt. Diese Marge entspricht in etwa dem Durchschnitt der Jahre 2017-26 (zehn Jahre) bzw. 2012-26 (15 Jahre) und liegt signifikant über dem Durchschnitt der Jahre 2007-26 (20

Jahre).⁴⁴ Dies entspricht einem Margensprung von 5,1%-Punkten zum Eintritt in die Ewige Rente.

320 In Kombination mit dem starken Umsatzanstieg ergibt sich daraus nahezu eine Verdoppelung des EBITDA von EUR 5,0 Mio. im letzten Planjahr 2026 auf EUR 9,8 Mio. im TV-Jahr 2027.

321 Insgesamt halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin zur Bestimmung des nachhaltigen Ergebnisses – unter Berücksichtigung der zyklischen Geschäftsentwicklung des ZC-Konzerns – für sachgerecht und angemessen.

4.4.2 Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

322 Nachfolgende Tabelle fasst die Investitionen und Abschreibungen in den Jahren 2024 bis 2027 ff. zusammen.

Tabelle 17: ZC-Konzern – Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

EUR Mio.	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
Investitionen	5,8	3,1	2,5	2,5
Abschreibungen	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,3)
<i>Investitionen in % Umsatzerlöse</i>	10,0%	5,1%	4,0%	3,3%
<i>Abschreibungen in % Umsatzerlöse</i>	4,0%	4,0%	3,7%	3,1%

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

Investitionen

323 Im Rahmen der Ertragswertermittlung wird ein Going Concern-Szenario mit einer unendlichen Laufzeit unterstellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Anlagevermögen der Gesellschaft eine begrenzte Lebensdauer hat und in regelmäßigen bzw. unregelmäßigen Abständen erneuert werden muss. Zum Anlagevermögen zählen i.W. (betriebsnotwendige) Grundstücke und Gebäude, Werkzeuge und Spritzgussformen, sonstige Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie die BABY born-Animationsserie.

324 Die Bewertungsgutachterin hat ein nachhaltiges Investitionsniveau i.H.v. EUR 2,5 Mio. festgesetzt. Dieses Investitionsniveau orientiert sich an den Investitionen im letzten Planjahr und bildet nicht die in unregelmäßigen Abständen auftretenden Großinvestitionen (z.B. Gebäudesanierung, Erneuerung der IT-Infrastruktur) ab. Im Sinne der Minderheitsaktionäre wurde auf eine Korrektur verzichtet.

Abschreibungen

325 Weiterhin hat die Bewertungsgutachterin ein nachhaltiges Abschreibungsniveau i.H.v. EUR 2,3 Mio. anhand einer unterstellten (durchschnittlichen) Nutzungsdauer von zehn Jahren bestimmt. Insgesamt liegen die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Investitionen über den Abschreibungen, sodass ein Wachstum in der Ewigen Rente gewährleistet ist. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.4.3 Nettoumlaufvermögen

326 Das Nettoumlaufvermögen (bzw. „Trade Working Capital“) entspricht der Differenz aus dem operativen Umlaufvermögen und den operativen kurzfristigen Verbindlichkeiten. Folgende Bilanz-Positionen werden dem Trade Working Capital zugerechnet:

- Vorräte
- Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
- Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen

327 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens in den Jahren 2023 bis 2027 ff.

⁴⁴ PwC bezieht sich konkret auf den Zeitraum 2012-26 (15 Jahre). Im Gegensatz zu der Durchschnittsbildung der Umsatzerlöse wurden die Jahre 2007-11 nicht berücksichtigt, da in diesem Zeitraum Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt worden sind, die die EBITDA-Marge gemindert haben (siehe Kapitel 4.1.2.2 „Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen“).

Tabelle 18: ZC-Konzern – Nettoumlaufvermögen

EUR Mio.	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
Vorräte	10,5	10,4	10,8	11,3	11,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,8	10,1	10,4	10,9	11,1
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	(10,9)	(11,6)	(11,4)	(12,0)	(12,1)
Nettoumlaufvermögen	15,4	8,9	9,7	10,2	10,4
Δ Nettoumlaufvermögen		(6,4)	0,8	0,5	0,2
Lagerreichweite (DIO)	113	121	121	121	103
Zahlungsziel ggü. Kunden (DSO)	93	63	63	63	54
Kreditorenlaufzeit (DPO)	118	134	128	128	110

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 328 Die Budget-Planung sieht insgesamt eine Reduktion des Nettoumlaufvermögens von EUR 15,4 Mio. im HR-Jahr 2023 auf EUR 8,9 Mio. im Budget-Jahr 2024 vor. Hauptursächlich ist ein weiterer Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Ein niedrigerer Trade Working Capital-Bestand führt zu höheren Unternehmenswerten, da weniger Kapital gebunden wird.
- 329 In den Planjahren 2025-26 wurden die Vorräte und Forderungen bzw. Verbindlichen aus Lieferungen und Leistungen anhand der entsprechend Kennzahlen (Lagerreichweite, Zahlungsziel gegenüber Kunden, Kreditorenlaufzeit) mit der Entwicklung der Umsatzerlöse bzw. des Materialaufwands fortentwickelt. Hierbei hat die Bewertungsgutachterin die Kennzahlen für die Vorräte und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen aus der Budget-Planung übernommen. Für die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wurde ein Durchschnittswert der Kreditorenlaufzeit gewählt, da diese keinen eindeutigen Trend aufweist.
- 330 Für den Zeitraum der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin einem zum Umsatzanstieg korrespondierenden Aufbau des Nettoumlaufvermögens nicht berücksichtigt. Im Sinne der Minderheitsaktionäre wurde dies nicht korrigiert.

Operative Kasse

- 331 Die liquiden Mittel der ZC AG setzen sich zum einem aus frei verwendbaren überschüssigen Mitteln⁴⁵, zum anderen aus operativ gebundenen Mitteln zusammen. Für die Wertableitung muss der Anteil der operativen Mittel bestimmt werden. Ein operativer Kassenbestand ist notwendig, um den laufenden Zahlungsverpflichtungen der Gesellschaft nachzukommen.
- 332 Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis einer monatlichen Analyse der laufenden Aufwendungen einen operativ notwendigen Kassenbestand i.H.v. EUR 3,5 Mio. bestimmt. Dieser Barbestand wird im Detailplanungshorizont konstant gehalten und wächst in der Ewigen Rente mit dem nachhaltigen Wachstumsabschlag i.H.v. 1,5% p.a. Zum Vorteil der Minderheitsaktionäre wurde auf eine Angleichung des operativen Kassenbestands an das höhere Umsatzniveau in der Ewigen Rente verzichtet.

4.4.4 Finanzergebnis

- 333 Die ZC AG ist vollständig eigenkapitalfinanziert und es bestehen keine Finanzverbindlichkeiten. Im Rahmen der Unternehmensbewertung wurde der überschüssige Kassenbestand zum Ende des HR-Jahres 2023 i.H.v. EUR 66,5 Mio. (nach Aufzinsung) dem Ertragswert als Sonderdividende hinzugerechnet (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“).
- 334 Ferner wurde eine fiktive Hinzurechnung der im Budget-Jahr 2024 angehäuften überschüssigen Mittel angenommen (siehe Kapitel 4.4.6: „Nettoeinnahmen“). Darüber hinaus wird in der Planungsrechnung kein überschüssiger Kassenbestand in nennenswertem Umfang aufgebaut. Dementsprechend ergeben sich auch keine wesentlichen Einflüsse auf das Finanzergebnis.

⁴⁵ Diese wurden dem Ertragswert als Sonderdividende i.H.v. EUR 66,5 Mio. hinzugerechnet (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“).

EBT

- 335 Nach Abzug der Abschreibungen (und unter Hinzurechnung des Finanzergebnisses) ergibt sich das EBT. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des Vorsteuerergebnisses zusammen.

Tabelle 19: ZC-Konzern – Vorsteuerergebnis

EUR Mio.	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
EBITDA	5,8	4,0	4,4	5,0	9,8
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	9,4%	6,8%	7,2%	7,9%	13,0%
Abschreibungen	(2,1)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,3)
EBIT	3,8	1,6	1,9	2,6	7,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,1%	2,8%	3,2%	4,1%	9,9%
Finanzergebnis	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen/Umkehrungen	1,1	-	-	-	-
EBT	4,8	1,7	2,0	2,6	7,4
Ertragsteuern	(1,2)	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(2,1)
Periodenergebnis	3,6	1,2	1,4	1,9	5,4

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

4.4.5 Unternehmensteuern

- 336 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Unternehmensteuern im Zeitraum 2024 bis 2027 ff.

Tabelle 20: ZC-Konzern – Unternehmensteuern

EUR Mio.	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
EBT		1,7	2,0	2,6	7,4
ZC AG (DE)		(0,3)	(0,4)	(0,6)	(1,9)
ZC AHL (DE)		-	-	-	-
ZC US		-	-	-	-
ZC ES		-	-	-	(0,0)
ZC UK		(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
ZC HK		(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Ertragsteuern		(0,5)	(0,5)	(0,7)	(2,1)
<i>Effektive Steuerquote</i>		27,8%	27,5%	27,7%	27,8%

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

- 337 Die Ertragsteuern der Jahre 2024-27 spiegeln den zahlungswirksamen Steueraufwand („Cash-Steuer“) ohne die Berücksichtigung von Steuerlatenzen wider.
- 338 Die Bewertungsgutachterin hat die Ertragsteuerbelastung auf Ebene der ZC-Konzerngesellschaften unter Berücksichtigung der vorliegenden steuerlichen Verlustvorträge (siehe Kapitel 4.1.1: „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“) abgeleitet. Dabei wurde teilweise ein Betrachtungszeitraum bis ins Jahr 2133 zugrundegelegt (ZC ES), um die vollständige Nutzung der Verlustvorträge sicherzustellen. In Tabelle 20 wird eine wertäquivalente mathematische Annuität für den Zeitraum 2027 ff. ausgewiesen.
- 339 Aufgrund der Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge und der sich verändernden Anteile der ZC-Konzerngesellschaften am Vorsteuerergebnis des ZC-Konzerns schwanken die effektiven Steuerquoten in den Jahren 2024-27 zwischen 27,5% und 27,8%. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.4.6 Nettoeinnahmen

- 340 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse bzw. Nettoeinnahmen im Detailplanungszeitraum 2024-26 und für die Ewige Rente zusammen.

Tabelle 21: ZC-Konzern – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

EUR Mio.	HR GJ23	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
Periodenergebnis	3,6	1,2	1,4	1,9	5,4
Ausschüttung		0,5	0,6	0,8	2,0
(Wachstums-)Thesaurierung		-	-	-	0,4
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)		2,5	0,9	1,1	3,0
<i>Ausschüttungsquote¹</i>		<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>
Kursgew inne		-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung		(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,5)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne		-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer WBaT		(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,4)

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

Anmerkung: (1) Die Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente bemisst sich am ausschüttungsfähigen Ergebnis nach Wachstumsthesaurierung.

- 341 Die Bewertungsgutachterin hat grundsätzlich eine Ausschüttungsquote i.H.v. 40% bezogen auf das Periodenergebnis unterstellt. Diese entspricht den in der Fachliteratur empfohlenen Bandbreiten und wird auch in der Rechtsprechung anerkannt. In der Ewigen Rente bemisst sich die angenommene Ausschüttungsquote am ausschüttungsfähigen Ergebnis bzw. dem Periodenergebnis nach Wachstumsthesaurierung.
- 342 Die Wachstumsthesaurierung in der Ewigen Rente bildet ab, dass das Wachstum der GuV-Posten und des Nettovermögens i.H.v. 1,5% finanziert werden muss.
- 343 Beim Wertbeitrag aus Thesaurierung handelt es sich um eine fiktive Zurechnung der einbehaltenen Gewinne bzw. um eine wertneutrale Wiederanlage der Ergebnisse vor persönlichen Einkommensteuern.
- 344 Von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern allgemein anerkannt. Daher sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren.⁴⁶
- 345 In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin grundsätzlich aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ausgegangen.⁴⁷ Gemäß dem seit 2009 in Deutschland geltenden Abgeltungssteuersystem sind die Ausschüttungen mit dem Steuersatz i.H.v. 26,38%⁴⁸ zu besteuern. Auf den Wertbeitrag aus Thesaurierung fällt der hälftige Steuersatz an, um die in der Zukunft zu steuernden Kapitalerträge zu berücksichtigen. Ebenso werden Kursgewinne in der Ewigen Rente mit dem hälftigen Steuersatz besteuert.
- 346 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin auf eine Kursgewinnbesteuerung verzichtet. Im Sinne der Minderheitsaktionäre wurde dies nicht beanstandet.

⁴⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 43.

⁴⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 31, 46.

⁴⁸ Abgeltungssteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag.

4.5 Kapitalkosten

- 347 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 348 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelden (die sog. Risikozuschlagsmethode).⁴⁹ Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 349 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 350 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 351 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern als Summe aus dem um persönliche Ertragsteuern gekürzten risikofreien Basiszinssatz und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die sich aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird:

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

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

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

⁴⁹ Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

4.5.1 Basiszinssatz

- 354 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung erfolgt anhand der Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sichereren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.
- 355 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 356 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 357 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte gerundet.
- 358 Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen 3-Monats Zeitraum vor dem Tag der Unterzeichnung ihrer gutachtlichen Stellungnahme geglättet. Der errechnete gerundete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin 2,50% vor Steuern und 1,84% nach persönlichen Einkommensteuern.
- 359 Wir haben die Ableitung des barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen.
- 360 Wir halten den von der Bewertungsgutachterin angesetzten risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 2,50% vor persönlichen Ertragsteuern und 1,84% nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht und angemessen.

4.5.2 Marktrisikoprämie

Die Empfehlung des FAUB

- 361 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.
- 362 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex-ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.
- 363 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0% bis 8,0% anzuheben. Dies führt zu einer entsprechenden leichten Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0% bis 6,5% (vgl. *Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).

364 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen* vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreite der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt.

Ableitung impliziter Marktrisikoprämien vor Steuern

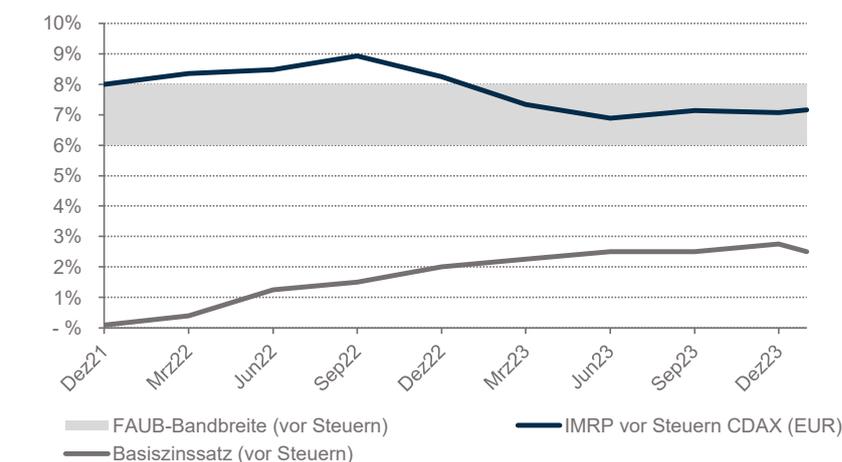
365 Da Unternehmensbewertungen zukunftsorientiert erfolgen, erachten wir ex ante-Analysen für die Ableitung impliziter (erwarteter) Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien als aussagekräftiger im Vergleich zu ex post-Analysen. Diese Modelle ermöglichen eine stichtagsbezogene zukunftsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien).

366 Das von A&M entwickelte Modell zur Ableitung impliziter Marktrisikoprämien setzt die Marktkapitalisierung der betrachteten Unternehmen mit den Unternehmenswerten dieser Unternehmen gleich. Die Unternehmenswerte der betrachteten Unternehmen werden im Rahmen der Berechnungen basierend auf Konsensprognosen zukünftiger Dividenden für jedes Unternehmen abgeleitet. Die Summe der erwarteten Dividenden wird mit einem für alle Unternehmen einheitlichen Kapitalkostensatz diskontiert, der die Summe der Barwerte der erwarteten Cashflows mit der Gesamtmarktkapitalisierung gleichsetzt. Dieser Zinssatz wird iterativ ermittelt und reflektiert die erwartete Aktienrendite vor Einkommensteuern. Bei Abzug des risikolosen Zinssatzes ergibt sich die Marktrisikoprämie vor Einkommensteuern. Wird hingegen die erwartete Aktienrendite um Effekte aus Einkommensteuern und in einem zweiten Schritt um den risikolosen Zinssatz nach Einkommensteuern gekürzt, resultiert aus dieser Berechnung die implizite Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern.⁵⁰

367 Die von uns ermittelte Marktrisikoprämie reagiert sensitiv auf die Verwendung der inflationsbedingten Wachstumsrate in der Ewigen Rente. Je niedriger die inflationsbedingte Wachstumsrate in der Ewigen Rente ist, desto niedriger ist auch die ermittelte Marktrisikoprämie. In Einklang mit der überwiegenden Anzahl der durchgeführten Squeeze-outs haben wir die inflationsbedingte Wachstumsrate der Ewigen Rente für unser Modell mit 1,0% angesetzt.

368 Unsere Ergebnisse für die Marktrisikoprämie vor Steuern für den Zeitraum von Dezember 2021 bis einschließlich Mitte Januar 2024 sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst:

Abbildung 13: Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; IWF; Eigene Darstellung.

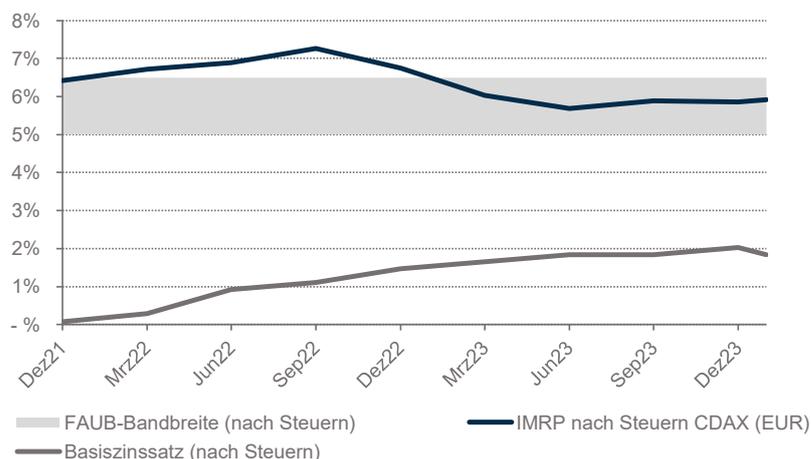
369 Wie der Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die anhand des CDAX ermittelten impliziten Marktrisikoprämien zwischen Dezember 2021 und September 2022 entweder am oberen Rand des Korridors der aktuellen FAUB-Empfehlung oder liegen leicht darüber. Ab September 2022 sind diese abgesunken, befinden sich jedoch weiterhin innerhalb der FAUB-Bandbreite.

⁵⁰ Vgl. Laas/Makarov: Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien in Zeiten von Krisen, in: WPg 2020, S. 982 ff.

Ableitung impliziter Marktrisikoprämien nach Steuern

- 370 Für die Ableitung der Kapitalkosten nach Einkommensteuern wird die erwartete Aktienrendite in eine Kursgewinnrendite (50%) und eine Dividendenrendite (50%) aufgeteilt. Der FAUB geht von einer Steuerbelastung der Dividenden i.H.v. 26,38% aus. Die Steuerbelastung auf Kursgewinne wird wiederum vereinfachend mit dem hälftigen Steuersatz für die Dividenden angesetzt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Es ergibt sich eine Einkommensteuerbelastung der impliziten Vorsteuer-Rendite aus Aktien i.H.v. 19,78%.
- 371 Ausgehend von einer impliziten Aktienrendite für den CDAX vor Einkommensteuern i.H.v. 9,66% zum 19.01.2024 ergibt sich demnach eine Aktienrendite nach Einkommensteuern i.H.v. 7,75%, aufgeteilt in eine Dividendenrendite nach Einkommensteuern i.H.v. 3,56% und in eine Kursgewinnrendite nach Einkommensteuer i.H.v. 4,19%.
- 372 Bei einem Basiszins i.H.v. 2,50% vor Einkommensteuern bzw. 1,84% nach Einkommensteuern ergibt sich folglich eine Marktrisikoprämie i.H.v. rd. 5,91% für den CDAX nach Einkommensteuern.
- 373 Die Entwicklung der nationalen Marktrisikoprämie nach Steuern anhand des CDAX ist der folgenden Abbildung zu entnehmen:

Abbildung 14: Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; IWF; Eigene Darstellung.

- 374 Die Abbildung zeigt, dass sich auch die Marktrisikoprämie nach Steuern in der vom FAUB empfohlenen Bandbreite oder leicht darüber bewegt.

Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 375 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75% festgelegt. Diese entspricht dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite nach Steuern, der in den meisten Fällen bei den Bewertungen im Rahmen der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird. Aufgrund der eigenen oben beschriebenen Analysen erachten wir eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75% als angemessen.

4.5.3 Betafaktor

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

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

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

- 377 Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass die Rendite der betrachteten Aktie überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor von eins besagt, dass die Rendite der Aktie in gleichem Maße wie der Markt schwankt. Ein positiver Betafaktor kleiner eins drückt aus, dass die Rendite der Aktie zwar in die gleiche Richtung wie die Marktrendite schwankt, aber unterproportional auf deren Änderungen reagiert.
- 378 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.
- 379 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindexes als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.
- 380 Die empirisch gewonnenen Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen die sog. verschuldeten (oder levered) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten (oder unlevered) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet. Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.

Unternehmenseigener Betafaktor

- 381 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.
- 382 Im Zusammenhang mit der Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen ist im vorliegenden Bewertungsfall von Bedeutung, dass die Aktien der ZC AG im Freiverkehr nicht auf Antrag der Gesellschaft gehandelt werden. Bei einem Handel ausschließlich im Freiverkehr, der nicht von der Gesellschaft beantragt wurde, bestehen keine Ad-hoc Publizitätspflichten. Insofern ist eine effiziente Verarbeitung der kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen der ZC AG wesentlich beeinträchtigt.
- 383 Trotz dieser Beeinträchtigung haben wir die Effizienz der Informationsverarbeitung, die u.a. die zeitnahe Anpassung der Aktienkurse an Änderungen der Rahmenbedingungen beschreibt, zusätzlich anhand der folgenden ausgewählten Liquiditätskennzahlen analysiert:
- (i) die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wurde,
 - (ii) das Handelsvolumen,

- (iii) der Handelsumsatz,
- (iv) die Geld-Brief-Spannen (auch Bid-Ask-Spread (BAS) genannt).

384 Die Ergebnisse dieser Analyse sind für die Zeiträume von fünf und zwei Jahren vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme in Tabelle 22 zusammengefasst.

Tabelle 22: Ausgewählte Kriterien zur Analyse der Liquidität der Aktie

	Einheit	2 Jahre vor dem 09.10.2023	5 Jahre vor dem 09.10.2023
Handelstage			
Anzahl der möglichen Handelstage	Tage	512	1.270
Anzahl der Handelstage mit Handelsvolumen > 0 in % zur Anzahl der möglichen Handelstage	Tage %	292 57%	884 70%
Tägliches Handelsvolumen			
Min	Stück	1	1
Max	Stück	114.636	114.636
Durchschnitt	Stück	1.445	1.394
Median	Stück	247	363
Täglicher Handelsumsatz			
Min	EUR	28	28
Max	EUR	4.321.457	4.321.457
Durchschnitt	EUR	45.968	39.648
Median	EUR	7.688	10.334
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt	%	8,81%	5,09%
Median	%	8,58%	3,96%
Anzahl der Tage, an denen			
BAS > 1,00%	Tage	288	855
	% der Beobacht.	99%	97%
BAS > 1,50%	Tage	288	795
	% der Beobacht.	99%	90%
BAS > 2,00%	Tage	283	699
	% der Beobacht.	97%	79%

Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

385 Wie aus Tabelle 22 ersichtlich, fand der Handel mit den Aktien der ZC AG bei der Fünf-Jahres-Betrachtung an 70% der Börsentage und bei der Zwei-Jahres-Betrachtung lediglich an 57% der Börsentage statt. Allein schon der unregelmäßige Handel, insb. bei der Zwei-Jahres-Betrachtung, stellt einen Hinweis auf die eingeschränkte Liquidität der Aktien der ZC AG dar.

386 Einen weiteren deutlichen Hinweis auf die eingeschränkte Liquidität der Aktien der ZC AG liefern die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen, die im Fünf-Jahres-Zeitraum 5,0% übersteigen und im Zwei-Jahres-Zeitraum bei 8,8% liegen.⁵¹ Es existiert zwar keine allgemein anerkannte, einheitliche Grenzwelle für die Geld-Brief-Spanne, deren Überschreitung eindeutig auf die Illiquidität des Wertpapiers hindeutet. In der Rechtsprechung werden aber bereits deutlich niedrigere Geld-Brief-Spannen, z.B. die Geld-Brief-Spannen von über 1,25%, als Zeichen mangelnder Liquidität gesehen.⁵²

⁵¹ Angaben in der Tabelle beziehen sich auf die Tage mit Handel. Werden in die Betrachtung die Geld-Brief-Spannen an den Tagen ohne Handel, aber mit festgestellten Kursen einbezogen, betragen die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen 9,2% bei der Zwei-Jahres-Betrachtung und 5,7% bei der Fünf-Jahres-Betrachtung. Der Median beläuft sich auf 9,2% bei der Zwei-Jahres-Betrachtung und 4,5% bei der Fünf-Jahres-Betrachtung.

⁵² 1,25% als Obergrenze - LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht); bei 1,56% und 1,88% kein hinreichend liquider Handel – OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2015, Az. 21 W 26/13, Rn. 55 (zit. nach LaReDa); bei 1,59% und 1,60% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15, Rn. 134 (zit. nach openjur); bei über 1,63% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15, Rn. 152 (zit. nach openjur); bei 1,70% fehlende Liquidität – LG Stuttgart, Beschluss v. 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH, Rn. 120 (zit. nach Landesrechtsprechungsdatenbank Baden-Württemberg); bei 1,88% Illiquidität der Aktie – OLG Düsseldorf, Beschluss v. 22.03.2018, Az. 26 W 20/14, Rn. 103 (zit. nach juris); bei deutlich über 2,00% erhebliche Bedenken an der Liquidität - OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2017, Az. 21 W 75/15, Rn. 40 (zit. nach openjur).

387 Im Ergebnis halten wir für sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin von der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der ZC AG abgesehen hat.

Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsgruppe

388 Da im vorliegenden Fall der eigene Betafaktor der ZC AG infolge der eingeschränkten Liquidität ihrer Aktien nicht zur Anwendung kommen konnte, wurde er anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der Fachliteratur anerkannt.⁵³ Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 4.1.3.6 erläutert. Die von uns zur Schätzung des Betafaktors herangezogene Peer Group stimmt mit der Peer Group der Bewertungsgutachterin überein.

389 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte) analysiert. Da sowohl die ZC AG als auch die Peer Group überwiegend global tätig ist, haben wir neben einer lokalen Perspektive auch eine globale Sichtweise eingenommen. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:

- S&P Global BMI sowie
- der jeweils breiteste lokale Aktienindex.

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

Tabelle 23: Unverschuldete Betafaktoren der Vergleichsunternehmen

Vergleichs- unternehmen	Land	Währung	Lokaler Index	Global		Lokal	
				5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.
BANDAI	JP	JPY	TOPIX INDEX	0,5	0,6	0,9	0,8
Build-A-Bear	US	USD	S&P 500	1,1	0,8	0,9	0,7
Character Group	UK	GBP	FTSE All-Share Index (GBP)	1,1	Insig.	1,3	Insig.
Funko	US	USD	S&P 500	1,2	1,6	0,9	1,4
Goldlok	CN	CNY	CSI 300 Index	Insig.	1,0	1,0	0,9
Hasbro	US	USD	S&P 500	0,7	0,8	0,6	0,7
JAKKS	US	USD	S&P 500	1,2	1,8	0,9	1,2
Mattel	US	USD	S&P 500	0,8	1,0	0,7	0,8
Spin Master	CA	CAD	S&P/TSX Composite Index	2,1	0,9	1,8	0,7
TOMY	JP	JPY	TOPIX INDEX	0,7	0,4	1,0	0,7
Mittelwert				1,0	1,0	1,0	0,9
Median				1,1	0,9	0,9	0,8

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

391 Wie aus Tabelle 23 hervorgeht, bewegen sich die durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen – in Abhängigkeit von der eingenommenen Perspektive – in einer Bandbreite von 0,9 bis 1,0.

392 Die Bewertungsgutachterin hat den unverschuldeten Betafaktor auf 0,9 angesetzt. Da dieser Wert innerhalb der von uns ermittelten Bandbreite liegt, halten wir ihn für angemessen.

4.5.4 Wachstumsabschlag

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

⁵³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

- 394 Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.
- 395 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben.
- 396 Bei der Ableitung des Wachstumsabschlags haben wir neben den Inflationserwartungen die historische und prognostizierte Entwicklung des Marktes für Spielwaren sowie die Entwicklung der Geburtenrate analysiert. Hierbei verweisen wir auf die im Abschnitt 4.1.3.1 und 4.1.3.2 erläuterten Tendenzen.
- 397 Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag i.H.v. 1,5% angesetzt. Vor dem Hintergrund der durchgeführten Analysen erachten wir den Wachstumsabschlag von 1,5% für angemessen.

4.5.5 Ermittlung der Kapitalkosten

- 398 Die nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der Kapitalkosten der ZC AG für den Detailplanungszeitraum 2024-2026 sowie für die Ewige Rente auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

Tabelle 24: Ableitung der Kapitalkosten

	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
Basiszinssatz vor pers. ESt	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Pers. ESt-Satz (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz nach pers. ESt	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta-Faktor unverschuldet	0,90	0,90	0,90	0,90
Verschuldungsgrad zu Periodenbeginn (D/E)	- %	(3,3%)	(1,0%)	(0,2%)
Steuersatz	27,8%	27,5%	27,7%	27,8%
Beta-Faktor verschuldet	0,90	0,87	0,89	0,90
KapZins vor Wachstumsabschlag	7,02%	6,85%	6,96%	7,01%
Wachstumsabschlag				(1,50%)
Kapitalisierungszinssatz	7,02%	6,85%	6,96%	5,51%

Quelle: Eigene Darstellung.

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

4.6 Unternehmensbewertung

4.6.1 Ertragswertermittlung

399 Nachfolgende Tabelle fasst die Ertragswertberechnung aus den zuvor bestimmten Nettoeinnahmen und den Kapitalkosten der ZC AG zusammen.

Tabelle 25: Ableitung des Ertragswerts

EUR Mio.	Budget GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	TV GJ27 ff.
Periodenergebnis	1,2	1,4	1,9	5,4
Ausschüttung	0,5	0,6	0,8	2,0
(Wachstums-)Thesaurierung	-	-	-	0,4
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	2,5	0,9	1,1	3,0
<i>Ausschüttungsquote ¹</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,5)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer WBaT	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,4)
Nettoeinnahmen	2,6	1,2	1,5	4,1
Kapitalisierungszinssatz	7,02%	6,85%	6,96%	5,51%
Diskontierungsfaktor	1,000	0,934	0,875	14,846
Marktwert des Eigenkapitals	64,9	67,0	70,4	73,7
Ertragswert zum 31.12.2023	64,9			
Ertragswert zum 20.03.2024	65,9			

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

Anmerkung: (1) Die Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente bemisst sich am ausschüttungsfähigen Ergebnis nach Wachstumsthesaurierung.

400 Nach unserer Analyse ergibt sich zum 20. März 2024 ein Ertragswert von EUR 65,9 Mio. vor der Berücksichtigung von Sonderwerten.

4.6.2 Sonderwerte

401 Auf Basis des IDW S 1 sind Vermögensteile, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, getrennt zu bewerten. Als nicht betriebsnotwendig sind im Rahmen dieser Betrachtungsweise sämtliche Vermögensteile anzusehen, die nicht für betriebliche Belange erforderlich sind und deren Wertbeiträge nicht in der Planung angemessen reflektiert sind.

402 Nachfolgende Tabelle zeigt den Unternehmenswert der ZC AG unter Berücksichtigung von Sonderwerten und den daraus resultierenden Wert je Aktie.

Tabelle 26: Unternehmenswert und Wert je Aktie

EUR Mio.	20.03.2024
Ertragswert zum 20.03.2024	65,9
(+) Sonderwert: Sonderdividende	66,5
(+) Sonderwert: Logistikgebäude	4,6
Unternehmenswert zum 20.03.2024	137,1
Anzahl der Aktien im Umlauf (Mio.)	6,4
Wert je Aktie (EUR)	21,31

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

403 Nach Hinzurechnung der Sonderwerte ergibt sich ein Unternehmenswert der ZC AG von EUR 137,1 Mio. Unter Berücksichtigung der Anzahl der Aktien im Umlauf von 6.431.951 lässt sich ein Wert von EUR 21,31 je Aktie ableiten. Nachfolgend gehen wir auf die Bestimmung der Sonderwerte im Einzelnen ein.

4.6.2.1 Sonderdividende

404 Zum Ende des HR-Jahres 2023 besteht ein Kassenbestand i.H.v. insgesamt EUR 69,0 Mio. Davon werden EUR 3,5 Mio. dem operativen Kassenbestand zugerechnet (siehe Kapitel 4.4.3:

„Nettoumlaufvermögen“); EUR 65,5 Mio. werden als nicht-betriebsnotwendiger bzw. überschüssiger Kassenbestand eingestuft. Die Bewertungsgutachterin hat eine Ausschüttung des überschüssigen Kassenbestands als Sonderdividende zum 20. März 2024 angenommen. Nach Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag ergibt sich hieraus ein Sonderwert i.H.v. EUR 66,5 Mio.

405 Die im Budget-Jahr (nach Berücksichtigung der Sonderdividende) angehäuften überschüssigen Mittel werden im Rahmen der Ertragswertberechnung als Wertbeitrag aus Thesaurierung berücksichtigt (siehe Kapitel 4.4.6: „Nettoeinnahmen“).

406 Somit fließt der bestehende und zukünftige überschüssige Kassenbestand den Aktionären vollständig zu. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.6.2.2 Logistikgebäude

407 Neben dem Bürogebäude am Hauptsitz in der Mönchrödener Straße 13 in Rödental befindet sich ein Logistikgebäude (Mönchrödener Straße 8 in Rödental) im Eigentum der Gesellschaft. Das Logistikgebäude hat eine Gebäudefläche von 20.502m² und umfasst drei Hochregallager, welche in Summe über eine Kapazität von 20.340 Palettenstellplätzen verfügen. Einschließlich der Freiflächen von 11.370m² beläuft sich die Gesamtfläche der Logistikimmobilie auf 31.872m².

408 Ursprünglich war das Logistikgebäude für die Eigennutzung der Gesellschaft vorgesehen. Nach betrieblichen Umstrukturierungen wurden Lagerkapazitäten frei. In der Folge wurde das Logistikgebäude an den externen Logistikdienstleister D+S vermietet, wobei der seit dem 1. August 2011 bestehende Mietvertrag stets verlängert wurde – vor Kurzem bis zum 31. Dezember 2027. Neben dem Gebäudemietvertrag hat die ZC AG auch einen Logistikvertrag mit der D+S abgeschlossen.

409 Die D+S betreibt somit das Logistikgebäude und führt damit verbundene Logistikdienstleistungen aus. Ein großer Teil der verfügbaren Lagerfläche wird hierbei jedoch im Rahmen des Mietvertrags weiterhin der ZC AG zur Verfügung gestellt. Da jedoch die D+S auch über wesentliche Lager- und Logistikflächen für die Durchführung eigener Logistikdienstleistungen verfügt, wurde der Wert des auf die D+S entfallenden Gebäudeteils durch die Bewertungsgutachterin ermittelt und im Rahmen der Unternehmensbewertung der ZC AG als Sonderwert berücksichtigt.

410 Hierzu fand neben mehreren Gesprächen mit der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin auch eine vor-Ort-Besichtigung der Immobilie mit Mitarbeitern der Gesellschaft, PwC und A&M statt.

411 Zur Ableitung des zu berücksichtigenden Sonderwerts wurde seitens der Bewertungsgutachterin zunächst das Gebäude im Ganzen bewertet. Im Anschluss hat die Bewertungsgutachterin den Wert der von der ZC AG selbst genutzten Flächen ermittelt und vom Gesamtwert der Immobilie subtrahiert. Bei den eigengenutzten Flächen handelt es sich um 12.000 Palettenstellplätze, welche die ZC AG unentgeltlich nutzt, sowie die Lagerflächen „Messeschlauch“ und „Dachgeschoss“.

412 Der gesamte Verkehrswert der Liegenschaft beläuft sich nach den Ermittlungen der Bewertungsgutachterin auf EUR 7,4 Mio. Neben den auf die Flächen Messeschlauch und Dachgeschoss entfallenden Verkehrswerten hat die Bewertungsgutachterin bei den auf die ZC AG entfallenden Immobilienwerten lediglich die reinen Palettenstellplätze in Abzug gebracht. Dies ist aus unserer Sicht als vorteilhaft im Sinne der Minderheitsaktionäre anzusehen, da andere Flächen der Logistikimmobilie, welche zum Teil auch mit der Nutzung der Hochregallager in Verbindung stehen, wie z.B. Kommissionier- und Versandflächen, nicht in Abzug gebracht wurden und in der Folge den Sonderwert erhöhen.

413 Unter Berücksichtigung der oben genannten Annahmen leitet die Bewertungsgutachterin einen Verkehrswert der fremdvermieteten Immobilienbestandteile der Logistikimmobilie i.H.v. EUR 5,6 Mio. ab.

414 In der Planungsrechnung enthaltene Mieterträge und Aufwendungen für die Logistikimmobilie wurden durch die Bewertungsgutachterin eliminiert um eine Doppelberücksichtigung auszuschließen.

415 Bei Annahme einer Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Differenz zum aktuellen Buchwert (unter Berücksichtigung des fremdgenutzten Anteils) ergibt sich so ein Sonderwert i.H.v. EUR 4,6 Mio.

416 Wir haben sämtliche Berechnung der Bewertungsgutachterin nachvollzogen sowie mit eigenen Analysen plausibilisiert und erachten den abgeleiteten Sonderwert als sachgerecht.

4.6.2.3 Steuerliche Verlustvorträge

417 Die steuerlichen Verlustvorträge der ZC AG wurden im GJ 2021 vollständig aufgebraucht. Die Verlustvorträge der Tochtergesellschaften belaufen sich zum Ende des GJ 2022 auf insgesamt EUR 10,8 Mio. und wurden von der Bewertungsgutachterin – soweit nutzbar – bei der Ertragswertermittlung werterhöhend berücksichtigt.

418 Der Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge spiegelt sich somit im Ertragswert wider und wird dementsprechend nicht zusätzlich als Sonderwert erfasst. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.6.2.4 Steuerliches Einlagekonto

419 Das steuerliche Einlagekonto der ZC AG wird zum 31. Dezember 2023 auf EUR 28,9 Mio. geschätzt. Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin zum steuerlichen Einlagekonto nachvollzogen.

420 Demnach ergeben sich keine künftigen Steuerersparnisse, da künftige Ausschüttungen – bei der Fortführungsannahme des Unternehmens – durch den steuerlich ausschüttbaren Gewinn gedeckt sind und keine steuerliche Einlagenrückgewähr vorliegt. Dementsprechend ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto kein zusätzlicher Wertbeitrag. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.6.2.5 Eventualverbindlichkeiten

421 Auskunftsgemäß liegen beim ZC-Konzern keine Eventualverbindlichkeiten aus Rechtsrisiken oder sonstige nicht bilanzierten Verpflichtungen vor.

4.6.3 Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

422 Wir haben die grundsätzliche Verwendbarkeit des Börsenkurses der ZC AG als Untergrenze der Abfindung, den von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Zeitraum für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses, die Kriterien zum Vorliegen einer Marktengelage gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO sowie die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Durchschnittsbildung überprüft. Im Folgenden gehen wir auf unsere Feststellungen ein.

Grundsätzliche Verwendbarkeit von Freiverkehrskursen als Untergrenze der Abfindung

423 Die Aktien der ZC AG werden unter der ISIN DE000A2TSMZ8 (WKN A2TSMZ) im Freiverkehr an den Börsen Düsseldorf, Hamburg und München gehandelt; die Einbeziehung in den Freiverkehrshandel an den genannten Handelsplätzen erfolgt nicht auf Antrag der ZC AG.

424 Bei einem Handel ausschließlich im Freiverkehr, der nicht von der Gesellschaft beantragt wurde, bestehen keine Ad-hoc Publizitätspflichten sowie keine Pflicht zur Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften. Insofern kann eine effiziente Verarbeitung der kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen der ZC AG wesentlich beeinträchtigt sein. Trotzdem halten wir die Freiverkehrskurse grundsätzlich für tauglich, die Untergrenze der Abfindung zu bilden, wenn keine Marktengelage gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO vorliegt.

Relevanter Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses

425 Die MGAE Deutschland Holding AG, die derzeitige unmittelbare Hauptaktionärin der ZC AG, hat die ZC AG am 6. Oktober 2023 über ihre Absicht informiert, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out durchzuführen. Die Bekanntgabe der Strukturmaßnahme erfolgte am 9. Oktober 2023.

426 Die Bewertungsgutachterin hat als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 8. Oktober 2023, dem letzten Tag vor der Mitteilung über den beabsichtigten Squeeze-out, endet. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

427 Gemäß der Rechtsprechung des BGH ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren Zeitraum“. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 9. Oktober 2023 und dem Tag der Hauptversammlung am 20. März 2024 ein deutlich kürzerer Zeitraum von unter sechs Monaten. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten wird in der Rechtsprechung als üblich und somit nicht als längerer Zeitraum angesehen. In Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin halten wir insofern die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses für nicht erforderlich.

Überprüfung der Kriterien zur Marktengte gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO

428 Ferner haben wir geprüft, ob die Kriterien zur Marktengte gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO bei analoger Anwendung auf einen Squeeze-out im vorliegenden Fall erfüllt sind und ob der durchschnittliche Börsenkurs der ZC AG eine Indikation für den Desinvestitionswert darstellt.

429 Die nachstehende Abbildung zeigt den Kursverlauf, die Handelsvolumina sowie den umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktien der ZC AG im Zeitraum vom 9. Oktober 2022 bis 8. Oktober 2023. Grau schraffiert ist der Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme.

Abbildung 15: ZC AG – Börsenkurs und Handelsvolumen (9. Oktober 2022 bis 8. Oktober 2023)



430 Im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme sind die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO zum Vorliegen einer Marktengte nicht erfüllt, da der Handel mit ZC AG-Aktien auf Grundlage von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg an 34 von 65 Börsentagen und somit an 52% der Börsentage stattfand.

431 Basierend auf unserer Untersuchung sehen wir für den Betrachtungszeitraum keine Anzeichen, dass Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu handeln, und halten den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der ZC AG für eine Indikation für den Desinvestitionswert bzw. die Untergrenze der Abfindung.

Durchschnittsbildung

432 Da die Aktien der ZC AG nicht im regulierten Markt, sondern im Freiverkehr notiert werden, wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kein gültiger Mindestpreis nach den Vorgaben des § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO errechnet. Aus diesem Grund

hat die Bewertungsgutachterin den umsatzgewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum selbst abgeleitet. Dieser beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin EUR 30,23.

- 433 Wir haben den genannten Wert basierend auf Daten der Finanzinformationsdienstleister Bloomberg überprüft. Der gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der ZC AG im Zeitraum vom 9. Juli 2023 bis zum 8. Oktober 2023 liegt ebenso bei EUR 30,23.

Ergebnis

- 434 Wir halten die Freiverkehrskurse der ZC AG grundsätzlich für tauglich, die Untergrenze der Abfindung zu bilden. Der von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der ZC AG im Zeitraum vom 9. Juli 2023 bis zum 8. Oktober 2023 beträgt EUR 30,23 und stimmt mit dem von der Bewertungsgutachterin abgeleiteten Kurs überein. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass im vorliegenden Bewertungsfall keine Marktenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vorliegt und der ermittelte umsatzgewichtete Börsenkurs für die Bestimmung der Barabfindung relevant ist.

4.6.4 Plausibilisierung anhand vergleichender Multiplikator-Bewertung

- 435 Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren können gemäß IDW S 1 vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt.

- 436 Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen im Transaktionsgeschäft eine wesentliche Grundlage zur Ableitung eines potenziellen Transaktionspreises dar. Entsprechend weisen wir der Multiplikator-Bewertung eine hohe Bedeutung zur Beurteilung der Plausibilität des abgeleiteten Wertes nach dem Ertragswertverfahren zu.

- 437 Während bei der Ertragswertmethode die erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren Bewertungs-Multiplikatoren i.d.R. auf den Ertragsgrößen des jeweiligen Basisjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag einerseits im Multiplikator sowie andererseits in der abgeleiteten Umsatz- oder Ergebnisgröße des Zielunternehmens, welche ein im Vergleich zu der verwendeten Peer Group repräsentatives Niveau widerspiegelt.

- 438 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die erzielten und die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren.

- 439 Grundsätzlich kommen bei der Multiplikator-Bewertung mehrere Referenzgrößen in Betracht. Zunächst ist zwischen Multiplikatoren auf Basis des Eigenkapitalwerts und Gesamtunternehmenswerts (EV) zu unterscheiden. Eigenkapitalwert-Multiplikatoren setzen eigenkapitalbezogene Erfolgsgrößen mit der Marktkapitalisierung ins Verhältnis. EV-Multiplikatoren betrachten hingegen im Zähler der jeweiligen Kennzahl neben dem Marktwert des Eigenkapitals auch den Marktwert des Fremdkapitals. Im Rahmen unserer Bewertung stellen wir auf den Gesamtunternehmenswert-Multiplikator EV/EBITDA ab.

Börsenmultiplikatoren

- 440 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Plausibilisierung haben wir zehn börsennotierte Vergleichsunternehmen (siehe hierzu 4.1.3.5: „Vergleichsunternehmen“) einbezogen, die sich mit der Produktion und Vertrieb von Puppen oder ähnlichen Spielwarenbefassen und somit ein ähnliches Geschäftsmodell zum ZC-Konzern aufweisen.

- 441 Der von uns abgeleitete Gesamtunternehmenswert der Vergleichsunternehmen wird aus der Summe der Marktkapitalisierung nach Anpassungen⁵⁴ und der Nettoverschuldung⁵⁵ berechnet. Die von uns herangezogenen EBITDA-Werte der Vergleichsunternehmen beruhen auf Informationen von S&P Capital IQ für die letzten vier Quartale (LTM) zum Bewertungsstichtag. Dabei handelt es sich bereits um einen bereinigten Wert, der nicht wiederkehrende und außergewöhnliche Effekte ausschließt. Den so gewonnenen Multiplikator haben wir auf das bereinigte LTM-EBITDA des ZC-Konzerns angewendet.⁵⁶
- 442 Nachfolgende Tabelle stellt den EV/EBITDA-Börsenmultiplikatoren der Vergleichsunternehmen für das LTM dar:⁵⁷

Tabelle 27: Börsenmultiplikatoren der Vergleichsunternehmen

Peer-Unternehmen	Land	Währung	Gesamtunternehmenswert				EBITDA (LTM)	EV/EBITDA (LTM)	
			MC	Adj.	MC Adj.	Net Debt			EV
BANDAI	JP	JPY Mrd.	1.914	0	1.915	(229)	1.686	133	12,7x
Build-A-Bear	US	USD Mio.	315	-	315	54	369	79	4,7x
Character Group	UK	GBP Mio.	55	0	56	(9)	47	9	5,3x
Funko	US	USD Mio.	365	75	440	359	799	(3)	NM
Hasbro	US	USD Mio.	6.875	(115)	6.760	3.677	10.436	1.019	10,2x
JAKKS	US	USD Mio.	347	1	347	(71)	277	71	3,9x
Mattel	US	USD Mio.	6.520	(268)	6.253	2.184	8.437	829	10,2x
Spin Master	CA	USD Mio.	2.630	(4)	2.626	(587)	2.039	324	6,3x
TOMY	JP	JPY Mrd.	212	-	212	(27)	185	21	8,6x
Mittelwert									7,7x
Median									7,5x

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Abkürzungen:

MC: Börsenkapitalisierung zum 19. Januar 2024 nach Durchschnittsbildung über 20 Handelstage.

Adj.: Anpassungen.

MC Adj.: Börsenkapitalisierung zum 19. Januar 2024 nach Durchschnittsbildung über 20 Handelstage und Anpassungen.

Net Debt: Nettofinanzverbindlichkeiten

EV: Enterprise Value (Gesamtunternehmenswert).

- 443 Aus den LTM-EV/EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen ergibt sich ein Medienwert von 7,5x. Nachfolgende Tabelle zeigt die darauf basierende Wertbandbreite der Gesamtunternehmens- und Eigenkapitalwerte des ZC-Konzerns:

⁵⁴ Die Marktkapitalisierung beruht auf den Durchschnittskursen der letzten 20 Handelstage ausgehend vom Bewertungsstichtag. Die Durchschnittsbildung soll kurzfristige Verzerrungen zum Bewertungsstichtag eliminieren. Die Anpassungen der Marktkapitalisierung beziehen sich auf i) den Einbezug der (nicht in der Marktkapitalisierung aber im EBITDA) enthaltenen Minderheitenanteile, ii) den Ausschluss der nicht vollkonsolidierten Beteiligungen (diese stellen keine EBITDA-Größe dar), sowie iii) Normalisierungen in Bezug auf steuerliche Verlustvorträge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen (bzw. Schulden). Sofern keine Daten in der S&P Capital IQ-Datenbank vorhanden waren, haben wir auf die Jahresabschlüsse der Peer-Unternehmen zurückgegriffen.

⁵⁵ Die Nettoverschuldung beinhaltet verzinsliche Verbindlichkeiten (inkl. Pensionsrückstellungen), abzüglich liquider Mittel.

⁵⁶ Das LTM-EBITDA entspricht dem bereinigten EBITDA aus dem HR-Jahr 2023.

⁵⁷ Aufgrund fehlender Prognosedaten konnte für das Peer-Unternehmen Goldlok kein EV/EBITDA-Multiplikator abgeleitet werden, weshalb auf eine Darstellung im Folgenden verzichtet wurde.

Tabelle 28: Bandbreite des Unternehmenswerts anhand von Börsenmultiplikatoren

EJR Mio.		EV/EBITDA (LTM)	
Festgelegter Börsenmultiplikator	Höchstwert	8,25x	
	Tiefstwert	6,75x	
	<i>% Median</i>	<i>Höchstwert</i>	<i>111%</i>
		<i>Tiefstwert</i>	<i>91%</i>
ZC-Konzern: EBITDA (LTM)		5,8	
Wertbandbreite (Gesamt-)Unternehmenswert vor Anpassung	Höchstwert	48,0	
	Tiefstwert	39,3	
(+) Sonderwert: Sonderdividende		66,5	
(+) Sonderwert: Logistikgebäude		4,6	
Wertbandbreite (Gesamt-)Unternehmenswert	Höchstwert	119,1	
	Tiefstwert	110,4	
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten		-	
Wertbandbreite Unternehmenswert (gerundet)	Höchstwert	119,0	
	Tiefstwert	110,0	
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)	Höchstwert	18,50	
	Tiefstwert	17,10	

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

- 444 Ausgehend vom Medianwert haben wir eine Multiplikatoren-Bandbreite festgelegt. Hieraus ergibt sich die Bandbreite für den (Gesamt-)Unternehmenswert, die wir anschließend um Sonderwerte angepasst haben (siehe Kapitel 4.6.2: „Sonderwerte“). Da der ZC-Konzern über keine Finanzverbindlichkeiten verfügt, entspricht die Bandbreite des (Gesamt-)Unternehmenswerts der Bandbreite des Eigenkapitals.
- 445 Unter Zugrundelegung des EV/EBITDA-Multiplikators ergibt sich eine Wertbandbreite des Eigenkapitals zwischen EUR 110,0 Mio. und EUR 119,0 Mio. bzw. ein Wert je ZC-Aktie zwischen EUR 17,10 bis EUR 18,50.
- 446 Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass der abgeleitete Ertragswert leicht oberhalb einer plausiblen Bandbreite ist.

Transaktionsmultiplikatoren

- 447 Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren herangezogen werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Umsatz- oder Ergebnisgröße gesetzt. Transaktionsmultiplikatoren weisen gegenüber Börsenmultiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.
- 448 Im Fall von Transaktionsmultiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile bspw. Zu- oder Abschläge für sog. Übernahmepremien enthalten. Dies ist in der Praxis häufig beobachtbar, lässt sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren.
- 449 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – vor allem gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt.
- 450 Im vorliegenden Fall haben wir aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind. Der Analysezeitraum umfasst die Geschäftsjahre ab 2019.

451 Insgesamt haben wir sechs vergleichbare Transaktionen identifiziert und daraus in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit EV/EBITDA-Multiplikatoren abgeleitet. Eine Übersicht der vergleichbaren Transaktionen ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 29: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Datum Closing	Zielunternehmen	Land	Erwerber	Transaktionsdetails			
				Übern. Anteile	Impliz. EV EUR Mio.	EBITDA EUR Mio.	EV/ EBITDA
02.01.2024	Melissa & Doug, LLC	US	Spin Master	100,0%	867	82	10,5x
19.05.2022	Funko	US	eBay Inc./The Chernin Group, LLC	25,0%	1.293	149	8,7x
30.06.2021	Lekekassen Holding AS	NO	Europris ASA	67,0%	73	9	8,0x
16.12.2020	PJSC Detsky Mir	RU	Altus Capital	25,0%	1.939	259	7,5x
16.10.2020	Fat Brain Holdings LLC	US	TOMY	100,0%	35	2	14,6x
29.07.2019	Fábricas Agrupadas	ES	Giochi Preziosi	100,0%	250	20	12,5x
Mittelwert							10,3x
Median							9,6x

Quelle: S&P Capital IQ; MergerMarkets; Eigene Darstellung.

Anmerkung: PJSC Detsky Mir = Public Joint Stock Company Detsky Mir.

452 Die ausgewählten Transaktionen beziehen sich sowohl auf direkte europäische Wettbewerber des ZC-Konzerns (z.B. Giochi Preziosi und Fábricas Agrupadas) als auch auf börsennotierte Peer-Unternehmen (darunter Spin Master, Funko und TOMY). Die hohe Überschneidung der identifizierten Vergleichstransaktionen und Peer-Unternehmen kann als Bestätigung für die Eignung dieser Vergleichstransaktionen erachtet werden.

453 Im Median wurde für die sechs Vergleichstransaktionen ein EV/EBITDA-Multiplikator von 9,6x ermittelt. Nachfolgende Tabelle zeigt die darauf basierende Wertbandbreite der Gesamtunternehmens- und Eigenkapitalwerte des ZC-Konzerns:

Tabelle 30: Bandbreite des Unternehmenswertes anhand von Transaktionsmultiplikatoren

		EV/EBITDA
Festgelegter Transaktionsmultiplikator	Höchstwert	10,50x
	Tiefstwert	8,75x
% Median	<i>Höchstwert</i>	109%
	<i>Tiefstwert</i>	91%
ZC-Konzern: EBITDA LTM		5,8
Wertbandbreite (Gesamt-)Unternehmenswert vor Anpassung	Höchstwert	61,1
	Tiefstwert	50,9
(+) Sonderwert: Sonderdividende		66,5
(+) Sonderwert: Logistikgebäude		4,6
Wertbandbreite (Gesamt-)Unternehmenswert	Höchstwert	132,2
	Tiefstwert	122,1
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten		-
Wertbandbreite Unternehmenswert (gerundet)	Höchstwert	132,0
	Tiefstwert	122,0
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)	Höchstwert	20,52
	Tiefstwert	18,97

Quelle: S&P Capital IQ; MergerMarkets; Eigene Darstellung.

454 Analog zu unserem Vorgehen bei der Analyse der Börsenmultiplikatoren haben wir zunächst eine Multiplikatoren-Bandbreite um den Medianwert gelegt. Unter Zugrundelegung des LTM-EBITDA des ZC-Konzerns ergibt sich – nach Anpassung um Sonderwerte – eine Wertbandbreite für das Eigenkapital zwischen EUR 122,0 Mio. und EUR 132,0 Mio. Dies entspricht einem Wert je ZC-Aktie von EUR 18,97 bis EUR 20,52.

455 Der durch das Ertragswertverfahren ermittelte Wert je Aktie von EUR 21,31 liegt somit leicht oberhalb der Wertbandbreite basierend auf den EV/EBITDA-Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen.

4.7 Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

- 456 Die Ermittlung der Barabfindung ist der dem Übertragungsbericht beigefügten gutachtlichen Stellungnahme der Bewertungsgutachterin ausführlich dargelegt.
- 457 So wurde von der Bewertungsgutachterin für die ZC AG ein objektiver Unternehmenswert zum 20. März 2024 i.H.v. EUR 137,1 Mio. ermittelt. Auf Basis der 6.431.951 im Umlauf befindlichen Stückaktien der Gesellschaft ergibt sich ein anteiliger Unternehmenswert von EUR 21,31 pro Aktie.
- 458 Die Hauptaktionärin der ZC AG hat auf Basis des Börsenkurses die Höhe der Barabfindung auf EUR 30,23 je Aktie festgelegt.
- 459 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir Sensitivitäten des nach dem Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerts durch die Variation wesentlicher Bewertungsparameter berechnet und eine Multiplikator-Analyse durchgeführt. Nachfolgende Abbildung fasst die Ergebnisse dieser Sensitivitätsanalyse zusammen und ordnet die von der Hauptaktionärin der ZC AG festgelegte Barabfindung in die jeweilig ermittelte Bandbreite der einzelnen Sensitivitätsrechnung ein:

Abbildung 16: Wert je Aktie – Ergebnisübersicht



Quelle: Eigene Darstellung.

- 460 Die Sensitivitätsrechnungen basieren auf den folgenden Annahmen:
- **Basiszinssatz:** Im Rahmen der Ertragswertberechnung haben wir einen Basiszinssatz von 2,25% bzw. 2,75% angesetzt. Daraus ergibt sich eine Wertbandbreite der Barabfindung zwischen EUR 20,96 je Aktie bis EUR 21,68 je Aktie.
 - **EV/EBITDA Börsenmultiplikator:** Die Wertbandbreite der Barabfindung auf der Grundlage einer Variation des auf Basis der Vergleichsunternehmen ermittelten EV/EBITDA Börsenmultiplikators beträgt zwischen EUR 17,10 je Aktie bis EUR 18,50 je Aktie.
 - **EV/EBITDA Transaktionsmultiplikator:** Die Wertbandbreite der Barabfindung auf der Grundlage einer Variation des auf Basis von vergleichbaren M&A-Transaktionen ermittelten EV/EBITDA Transaktionsmultiplikators beträgt zwischen EUR 18,97 je Aktie bis EUR 20,52 je Aktie.
- 461 Im Ergebnis liegt die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung pro Aktie von EUR 30,23 weit über den für die Plausibilitätsprüfung berücksichtigten Wertbandbreiten.

4.8 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

462 Im Rahmen der Bewertung der ZC AG und der Durchsicht des Übertragungsberichts sind folgende besondere Schwierigkeiten im Sinne der § 293e Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG bei der Bewertung der ZC AG aufgetreten.

Zyklizität des Geschäftsmodells

463 Wie die Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und (EBITDA-)Margen zeigt, unterliegt das Geschäftsmodell des ZC-Konzerns im Zeitablauf teils sehr großen Schwankungen (siehe Kapitel 4.1.2.2 „Langzeitbetrachtung der Umsatzerlöse und Margen“). Aufgrund der Konzentration auf die Kernprodukte BABY born und Baby Annabell kann der ZC-Konzern Fluktuationen im Markt für Spiel- und Funktionspuppen nur bedingt bzw. kaum ausgleichen. Derzeit ist der ZC-Konzern mit einem schrumpfenden Puppensegment konfrontiert (siehe Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“).

464 Zur Einordnung der Unternehmensplanung für die Jahre 2024-26 war dementsprechend eine umfangreiche Analyse der gegenwärtigen und zukünftigen Marktentwicklung erforderlich. Diesem Umstand haben wir in Kapitel 4.1.3.2: „Spielwarenbranche“ und Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“ mit einer Analyse der gegenwärtigen Trends in der Spielwarenbranche und der Abgrenzung des für den ZC-Konzern wichtigen Puppensegments Rechnung getragen.

465 Darüber hinaus musste die Mittelfrist-Planung für den Zeitraum der Ewigen Rente an ein nachhaltiges Ertragsniveau angeglichen werden. Dem ist die Bewertungsgutachterin durch die Berücksichtigung der langfristigen Entwicklung von Umsatzerlösen und (EBITDA-)Margen gerecht geworden (siehe Kapitel: 4.4.1: „Nachhaltiges Ergebnis“). Es ist auch herauszustellen, dass die niedrigen EBITDA-Margen im Zeitraum 2007-11 zum Vorteil der Minderheitsaktionäre unberücksichtigt blieben.

Erstmalige Mittelfrist-Planung

466 Die ZC AG hat erstmals die Budget-Planung um eine Mittelfrist-Planung für die zwei Folgejahre erweitert. Nach Angaben der Gesellschaft sollte eine Mittelfrist-Planung bereits zum Ende des Vorjahres 2022 aufgestellt werden; dies konnte aber aufgrund fehlender Ressourcen nicht umgesetzt werden.

467 Die Prüfung der Eignung der Mittelfrist-Planung als Grundlage für die Unternehmensbewertung erforderte dementsprechend besondere Sorgfalt. Wir haben die Mittelfrist-Planung auf ihre Konsistenz zur strategischen Aufstellung der Gesellschaft (siehe Kapitel 4.1.2.3: „Geschäftsmodell und -strategie“), der historischen Ertragslage (siehe Kapitel 4.2.2: „Ertragslage“), der aktuellen Marktentwicklung (Kapitel 4.1.3.3: „Puppensegment“) und der prognostizierten Entwicklung der Peer-Unternehmen (Kapitel: 4.3.3 „Planungsrechnung“) geprüft und konnten keine Widersprüche feststellen.

Umfangreiches nicht-betriebsnotwendiges Vermögen

468 Ein wesentlicher Teil des sich ergebenden Unternehmenswerts entfällt auf das nicht-betriebsnotwendige Vermögen des ZC-Konzerns. Hierzu zählt der überschüssige Kassenbestand und das an die D+S vermietete Logistikgebäude.

469 Bei der Bewertung des überschüssigen Kassenbestands wurde zum Vorteil der Minderheitsaktionäre auf den Ansatz der persönlichen Ertragsteuerbelastung im Rahmen der Wertermittlung verzichtet. Dieses Vorgehen ist in der Bewertungspraxis nicht unumstritten.

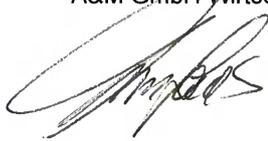
5 ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG

- 470 Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Zapf Creation AG, Rödental geprüft.
- 471 Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Zapf Creation AG, Rödental i.H.v. EUR 30,23 je Aktie angemessen.“

München, 31. Januar 2024

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Tim Laas
Wirtschaftsprüfer



David Makarov, CFA



ANHANGSVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
Anhang A	Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage	Beschreibung
A&M-001	Bestellungsbeschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 17. Oktober 2023
A&M-002	Allgemeine Geschäftsbedingungen (<i>Standard Terms of Business for Valuation Services</i>)

Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

Zapf Creation AG, Rödental

auf die

MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main

Az.: 1 HK O 5811/23

Anhang A:
Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

BANDAI NAMCO Holdings Inc. („BANDAI“)

Unternehmensprofil: BANDAI NAMCO Holdings Inc.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
BANDAI NAMCO Holdings Inc. ist ein global tätiges Unternehmen, das unterhaltungsbezogene Produkte und Dienstleistungen entwickelt. Das Unternehmen ist in vier Segmenten aktiv: Digitales Geschäft, Spielzeug- und Hobbygeschäft, IP Production Business, und Vergnügungsgeschäft. Das Unternehmen vertreibt Spielzeug, Kapsel- und Bonbonspielzeug, Karten, Süßwaren, Lebensmittel, Bekleidung, Bedarfsartikel, Plastikmodelle, Spielfiguren, Unterhaltungselektronik, Schreibwaren und visuelle Produkte, Pachinko- und Pachislot-Maschinen. BANDAI NAMCO Holdings Inc. wurde im Jahr 2005 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Tokio, Japan.					Hauptsitz: Japan Branche: Freizeitartikel Geographien: Japan (58%), Amerika (17%), Asien, inkl. Japan (12%), Europa (12%) (Umsätze in FY23) Segmente: Spielzeug- und Hobbygeschäft (45%), Digitales Geschäft (39%), Vergnügungsgeschäft (11%), IP-Produktionsgeschäft (8%), Sonstige (3%), Sonstige (-6%)				
Finanzübersicht									
JPY Mrd., FYE 31 Mrz	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	FY23A	FY24E	Sep23A	FY25F	FY26F	FY27F	FY23-25	FY25-27	
Umsatzerlöse	990,1	1.032,1	1.014,5	1.086,3	1.129,4	1.151,4	4,7%	3,0%	
% Wachstum	11,3%	4,2%	N/A	5,2%	4,0%	1,9%			
Rohrertrag	368,7	398,8	370,3	423,0	443,1	N/A	7,1%	N/A	
% Marge	37,2%	38,6%	36,5%	38,9%	39,2%	N/A			
EBITDA, angepasst	145,1	158,4	132,6	177,5	185,4	N/A	10,6%	N/A	
% Marge	14,7%	15,3%	13,1%	16,3%	16,4%	N/A			
EBIT, angepasst	116,5	128,5	100,3	145,8	156,4	162,5	11,9%	5,6%	
% Marge	11,8%	12,5%	9,9%	13,4%	13,8%	14,1%			
Jahresüberschuss, ang.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			
Operativer Cashflow	95,6	122,0	76,3	116,2	124,8	131,6	10,2%	6,4%	
Capex	(45,7)	(27,7)	(43,7)	(28,0)	(28,6)	(29,4)	(21,8%)	2,5%	
OCF – Capex	49,9	94,4	32,6	88,2	96,2	102,2	32,9%	7,7%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Sales		1,6x	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x			
EV/EBITDA		10,6x	12,7x	9,5x	9,1x	N/A			
EV/EBIT		13,1x	16,8x	11,6x	10,8x	10,4x			
P/E		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			

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

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

Build-A-Bear Workshop, Inc. („Build-A-Bear“)

Unternehmensprofil: Build-A-Bear Workshop, Inc.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
Build-A-Bear Workshop, Inc. ist ein Multichannel-Einzelhändler für Plüschtiere und verwandte Produkte in den Vereinigten Staaten, Kanada, dem Vereinigten Königreich, Irland und anderen Ländern. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Einzelhandel, Großhandel und Internationales Franchise-Geschäft. Das Sortiment umfasst verschiedene Arten von Plüschprodukten sowie Kleidungsstücke, Schuhe und Accessoires für Plüschprodukte. Das Unternehmen betreibt seine Läden unter dem Markennamen Build-A-Bear Workshop und verkauft seine Produkte über seine E-Commerce-Websites und Marktplätze Dritter.					Hauptsitz: Vereinigte Staaten Branche: Sonstige Facheinzelhandel Geographien: Vereinigte Staaten (87%), Europa (12%), Sonstige (1%) (Umsätze in FY23) Segmente: Einzelhandel (95%), Großhandel (4%), Internationales Franchise-Geschäft (1%)				
Financial Overview									
USD Mio., FYE 28 Jan	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	FY23A	FY24E	Okt23A	FY25F	FY26F	FY27F	FY23-25	FY25-27	
Umsatzerlöse	467,9	487,3	481,9	503,0	512,0	527,3	3,7%	2,4%	
% Wachstum	13,7%	4,1%	N/A	3,2%	1,8%	3,0%			
Rohrertrag	245,7	263,6	259,8	274,6	278,0	286,3	5,7%	2,1%	
% Marge	52,5%	54,1%	53,9%	54,6%	54,3%	54,3%			
EBITDA, angepasst	74,4	78,6	78,6	82,8	85,2	88,3	5,5%	3,3%	
% Marge	15,9%	16,1%	16,3%	16,5%	16,6%	16,7%			
EBIT, angepasst	61,9	65,3	65,9	68,3	69,8	72,4	5,0%	2,9%	
% Marge	13,2%	13,4%	13,7%	13,6%	13,6%	13,7%			
Jahresüberschuss, ang.	47,0	49,5	50,1	51,2	52,7	54,6	4,3%	3,3%	
% Marge	10,0%	10,2%	10,4%	10,2%	10,3%	10,4%			
Operativer Cashflow	N/A	70,3	N/A	66,3	69,5	74,1	N/A	5,7%	
Capex	N/A	(18,2)	N/A	(18,6)	(19,0)	(19,5)	N/A	2,4%	
OCF – Capex	N/A	52,1	N/A	47,7	50,5	54,6	N/A	7,0%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Sales		0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x			
EV/EBITDA		4,7x	4,7x	4,5x	4,3x	4,2x			
EV/EBIT		5,6x	5,6x	5,4x	5,3x	5,1x			
P/E		6,4x	6,3x	6,2x	6,0x	5,8x			

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

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

The Character Group plc („Character Group“)

Unternehmensprofil: The Character Group plc								
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen					
The Character Group plc entwickelt, produziert und vertreibt Spielzeug, Spiele und Geschenkartikel im Vereinigten Königreich, in Skandinavien sowie in Ostasien. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte unter den Marken Goo Jit Zu, Chill Factor, Shimmer 'n Sparkle, Weebles und Stretch Armstrong. Darüber hinaus importiert und vertreibt das Unternehmen Geschenkartikel und investiert in Immobilien. The Character Group plc wurde 1991 gegründet und hat seinen Hauptsitz in New Malden, Vereinigtes Königreich.			Hauptsitz: Vereinigtes Königreich Branche: Freizeitartikel Geographien: Vereinigte Königreich (44%), Ostasien (42%), Skandinavien (14%) (Umsätze in FY23) Segmente: Design, Entwicklung und intern. Vertrieb von Spielzeug, Spielen und Geschenkartikeln (100%)					
Finanzübersicht								
GBP Mio., FYE 31 Aug	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	FY22A	FY23A	Aug23A	FY24E	FY25F	FY26F	FY22-24	FY24-26
Umsatzerlöse	176,4	122,6	122,6	130,0	N/A	N/A	(14,2%)	N/A
% Wachstum	26,0%	(30,5%)	(30,5%)	6,0%	N/A	N/A		
Rohertrag	41,4	32,8	32,8	33,4	N/A	N/A	(10,1%)	N/A
% Marge	23,4%	26,7%	26,7%	25,7%	N/A	N/A		
EBITDA, angepasst	14,2	8,9	8,9	9,8	N/A	N/A	(17,1%)	N/A
% Marge	8,0%	7,3%	7,3%	7,5%	N/A	N/A		
EBIT, angepasst	11,4	5,3	5,3	6,0	N/A	N/A	(27,3%)	N/A
% Marge	6,5%	4,3%	4,3%	4,7%	N/A	N/A		
Jahresüberschuss, ang.	9,3	3,9	3,9	4,5	N/A	N/A	(30,3%)	N/A
% Marge	5,2%	3,2%	3,2%	3,5%	N/A	N/A		
Operativer Cashflow	3,6	(3,0)	(3,0)	10,5	N/A	N/A	70,4%	N/A
Capex	(1,8)	N/A	(1,6)	(1,8)	N/A	N/A	(1,2%)	N/A
OCF – Capex	1,8	N/A	(4,6)	8,7	N/A	N/A	121,5%	N/A
Börsenmultiplikatoren								
EV/Sales		0,4x	0,4x	0,4x	N/A	N/A		
EV/EBITDA		5,3x	5,3x	4,8x	N/A	N/A		
EV/EBIT		8,8x	8,8x	7,7x	N/A	N/A		
P/E		14,2x	14,2x	12,3x	N/A	N/A		

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

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

Funko, Inc. („Funko“)

Unternehmensprofil: Funko, Inc.								
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen					
Funko, Inc. ist ein Unternehmen für Konsumgüter der Popkultur. Das Unternehmen entwirft, beschafft und vertreibt lizenzierte Popkultur-Produkte in den Vereinigten Staaten, Europa und international. Das Unternehmen bietet Medien- und Unterhaltungsinhalte an, darunter Filme, Fernsehsendungen, Videospiele, Musik und Sport. Darüber hinaus umfasst das Sortiment Modeaccessoires (Handtaschen, Rucksäcke, Geldbörsen und Kleidung), Figuren, Brettspiele, Plüschprodukte, Kunstdrucke, Poster und NFTs, sowie Soundtracks, Spielzeug, Bücher, Spiele und andere Sammlerstücke. Funko, Inc. wurde im Jahr 2017 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Everett, Washington.			Hauptsitz: Vereinigte Staaten Branche: Freizeitartikel Geographien: Vereinigte Staaten (73%), Europa (20%), Sonstige Länder (7%) (Umsätze in FY22) Segmente: Spiele & Spielzeuge (100%)					
Finanzübersicht								
USD Mio., FYE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	FY22A	FY23E	Sep23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY22-24	FY24-26
Umsatzerlöse	1.322,7	1.086,8	1.137,9	1.113,3	1.202,7	N/A	(8,3%)	N/A
% Wachstum	28,5%	(17,8%)	N/A	2,4%	8,0%	N/A		
Rohertrag	434,0	335,1	354,2	392,6	433,6	N/A	(4,9%)	N/A
% Marge	32,8%	30,8%	31,1%	35,3%	36,1%	N/A		
EBITDA, angepasst	97,4	25,0	(3,1)	75,7	123,6	N/A	(11,8%)	N/A
% Marge	7,4%	2,3%	(0,3%)	6,8%	10,3%	N/A		
EBIT, angepasst	20,6	(103,7)	(89,8)	(3,9)	42,3	N/A	N/M	N/A
% Marge	1,6%	(9,5%)	(7,9%)	(0,3%)	3,5%	N/A		
Jahresüberschuss, ang.	29,6	(49,7)	(147,9)	(7,4)	29,9	N/A	N/M	N/A
% Marge	2,2%	(4,6%)	(13,0%)	(0,7%)	2,5%	N/A		
Operativer Cashflow	(40,1)	44,4	21,7	83,1	107,3	N/A	N/M	N/A
Capex	(59,1)	(40,5)	(43,1)	(40,6)	(49,5)	N/A	(17,2%)	N/A
OCF – Capex	(99,3)	4,0	(21,4)	42,5	57,8	N/A	N/M	N/A
Börsenmultiplikatoren								
EV/Sales		0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	N/A		
EV/EBITDA		32,0x	N/M	10,5x	6,5x	N/A		
EV/EBIT		N/M	N/M	N/M	18,9x	N/A		
P/E		N/M	N/M	N/M	12,2x	N/A		

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

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

Goldlok Holdings (Guangdong) Co.,Ltd („Goldlok“)

Unternehmensprofil: Goldlok Holdings(Guangdong) Co.,Ltd.										
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen							
Goldlok Holdings (Guangdong) Co.,Ltd. ist in den Bereichen Spielzeug und internetbasierte Bildung in China tätig. Zu seinen Produkten gehören elektrische Spielzeugeisenbahnen, ferngesteuerte simulierte Flugzeuge, Roboterspielzeug, elektrisches Automobilspielzeug und Puppen. Das Unternehmen ist außerdem in den Bereichen Softwareentwicklung und -anwendung und damit verbundene IT-Beratungsdienste, Integration von Computer-Informationssystemen und Entwicklung von Computernetzwerkssystemen tätig. Das Unternehmen wurde 1989 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Puning, China.			Hauptsitz: China Branche: Freizeitartikel Geographien: China (62%), USA (22%), EU (6%), Lateinamerika (4%), Asien (4%) (Umsätze in FY22) Segmente: Spielzeugherstellung (68%), Bildungswesen (17%), Groß- und Einzelhandel (13%), Sonstige Industrie (2%)							
Gesamtunternehmenswert (CNY Mio., LTM)			Finanzübersicht							
			Historisch		LTM	Prognose		CAGR		
			FY22A	FY23E	Sep23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY22-24	FY24-26
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 3.587,0			Umsatzerlöse		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(+ Finanzverbindlichkeiten, langfristig) 36,3			% Wachstum		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(+ Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig) 110,0			Rohertrag		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(+ Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter) 2,1			% Marge		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(-) Liquide Mittel (7,2)			EBITDA, angepasst		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Nettofinanzverbindlichkeiten 141,2			% Marge		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Gesamtunternehmenswert (WACC) 3.728,2			EBIT, angepasst		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(+ Minderheitsanteile (Marktwert)) 0,1			% Marge		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) -			Jahresüberschuss, ang.		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(-) Steuerliche Verlustvorträge -			% Marge		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) -			Operativer Cashflow		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Anpassungen 0,1			Capex		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Gesamtunternehmenswert (angepasst) 3.728,3			OCF - Capex		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Marktkapitalisierung (angepasst) 3.587,0			Börsenmultiplikatoren							
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung 4%			EV/Sales		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
			EV/EBITDA		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
			EV/EBIT		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
			P/E		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

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

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

Hasbro, Inc. („Hasbro“)

Unternehmensprofil: Hasbro, Inc.												
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen									
Hasbro, Inc. ist als Spiel- und Unterhaltungsunternehmen in den Vereinigten Staaten und international tätig. Das Unternehmen operiert in den Segmenten Konsumgüter, „Wizards of The Coast“ & Digitale Spiele sowie Unterhaltung. Das Segment Konsumgüter befasst sich mit der Beschaffung, dem Marketing und dem Verkauf von Spielzeug und Spielen. Dieses Segment vermarktet auch seine Marken durch die Auslizenzierung von Warenzeichen, Charakteren, anderen Marken- und geistigen Eigentumsrechten an Dritte durch den Verkauf von Markenprodukten wie Spielzeug und Bekleidung. Das Unternehmen wurde 1923 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Pawtucket, Rhode Island.			Hauptsitz: Vereinigte Staaten Branche: Freizeitartikel Geographien: Vereinigte Staaten (61%), Internationales Geschäft (39%) (Umsätze in FY22) Segmente: Konsumgüter (68%), Wizards of The Coast & Digitale Spiele (26%), Unterhaltung (17%), Unternehmensfunktionen und sonstiges (-11%)									
Gesamtunternehmenswert (USD Mio., LTM)			Finanzübersicht									
			Historisch		LTM	Prognose		CAGR				
			FY22A	FY23E	Okt23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY22-24	FY24-26		
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 6.874,8			Umsatzerlöse		5.856,7	5.060,4	5.392,9	4.542,6	4.774,4	5.322,0	(11,9%)	8,2%
(+ Finanzverbindlichkeiten, langfristig) 3.654,6			% Wachstum		(8,8%)	(13,6%)	N/A	(10,2%)	5,1%	11,5%		
(+ Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig) 60,0			Rohertrag		3.944,9	3.364,1	3.756,5	2.945,9	3.110,5	N/A	(13,6%)	N/A
(+ Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter) 146,5			% Marge		67,4%	66,5%	69,7%	64,9%	65,2%	N/A		
(-) Liquide Mittel (184,4)			EBITDA, angepasst		1.173,1	906,6	1.019,4	1.017,9	1.102,6	1.244,0	(6,8%)	10,5%
Nettofinanzverbindlichkeiten 3.676,7			% Marge		20,0%	17,9%	18,9%	22,4%	23,1%	23,4%		
Gesamtunternehmenswert (WACC) 10.551,5			EBIT, angepasst		922,5	677,1	791,3	812,3	890,5	1.107,0	(6,2%)	16,7%
(+ Minderheitsanteile (Marktwert)) 28,6			% Marge		15,8%	13,4%	14,7%	17,9%	18,7%	20,8%		
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) (143,9)			Jahresüberschuss, ang.		618,1	380,8	(142,5)	528,0	602,1	781,0	(7,6%)	21,6%
(-) Steuerliche Verlustvorträge -			% Marge		10,6%	7,5%	(2,6%)	11,6%	12,6%	14,7%		
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) -			Operativer Cashflow		372,9	453,9	445,6	768,2	844,9	N/A	43,5%	N/A
Anpassungen (115,3)			Capex		(174,2)	(202,9)	(203,9)	(145,6)	(153,4)	(144,0)	(8,6%)	(0,6%)
Gesamtunternehmenswert (angepasst) 10.436,2			OCF - Capex		198,7	251,0	241,7	622,6	691,5	N/A	77,0%	N/A
Marktkapitalisierung (angepasst) 6.874,8			Börsenmultiplikatoren									
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung 53%			EV/Sales		2,1x	1,9x	2,3x	2,2x	2,0x			
			EV/EBITDA		11,5x	10,2x	10,3x	9,5x	8,4x			
			EV/EBIT		15,4x	13,2x	12,8x	11,7x	9,4x			
			P/E		18,1x	N/M	13,0x	11,4x	8,8x			

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

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

JAKKS Pacific, Inc. („JAKKS“)

Unternehmensprofil: JAKKS Pacific, Inc.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>JAKKS Pacific, Inc. entwirft, produziert, vermarktet, verkauft und vertreibt weltweit Spielzeug und verwandte Produkte, Kindermöbel für den Innen- und Außenbereich sowie andere Konsumgüter. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: Spielzeug/Konsumgüter und Kostüme. Das Unternehmen bietet Action-Figuren und Zubehör, wie z.B. lizenzierte Charaktere, Spielzeugfahrzeuge, Puppen und Zubehör, einschließlich kleiner, großer, modischer und Baby-Puppen sowie Produkte für Kleinkinder und Vorschulkinder sowie Eigenmarkenprodukte an. JAKKS Pacific, Inc. wurde 1995 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Santa Monica, Kalifornien.</p>					<p>Hauptsitz: Vereinigte Staaten Branche: Freizeitartikel Geographien: Vereinigte Staaten (81%), Europa (11%), Kanada (3%), Lateinamerika (2%) (Umsätze in FY22) Segmente: Spielzeug / Konsumgüter (81%), Kostüme (19%)</p>				
Finanzübersicht									
USD Mio., FYE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	FY22A	FY23E	Sep23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY22-24	FY24-26	
Umsatzerlöse	796,2	712,9	716,0	728,7	739,7	N/A	(4,3%)	N/A	
% Wachstum	28,2%	(10,5%)	N/A	2,2%	1,5%	N/A			
Rohertrag	211,0	226,0	216,8	226,2	238,2	N/A	3,6%	N/A	
% Marge	26,5%	31,7%	30,3%	31,1%	32,2%	N/A			
EBITDA, angepasst	76,4	76,3	71,5	72,6	89,9	N/A	(2,5%)	N/A	
% Marge	9,6%	10,7%	10,0%	10,0%	12,2%	N/A			
EBIT, angepasst	61,0	60,4	58,5	56,2	69,0	N/A	(4,0%)	N/A	
% Marge	7,7%	8,5%	8,2%	7,7%	9,3%	N/A			
Jahresüberschuss, ang.	43,4	50,4	39,3	50,8	57,6	N/A	8,2%	N/A	
% Marge	5,5%	7,1%	5,5%	7,0%	7,8%	N/A			
Operativer Cashflow	86,1	63,1	98,5	69,4	N/A	N/A	(10,2%)	N/A	
Capex	(10,4)	(9,7)	(8,0)	(14,0)	N/A	N/A	16,1%	N/A	
OCF – Capex	75,7	53,4	90,5	55,4	N/A	N/A	(14,5%)	N/A	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Sales		0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	N/A			
EV/EBITDA		3,6x	3,9x	3,8x	3,1x	N/A			
EV/EBIT		4,6x	4,7x	4,9x	4,0x	N/A			
P/E		6,9x	8,8x	6,8x	6,0x	N/A			

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

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

Mattel, Inc. („Mattel“)

Unternehmensprofil: Mattel, Inc.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>Mattel, Inc. ist ein Unternehmen für Kinder- und Familienunterhaltung und entwirft sowie produziert Spielzeug und Konsumgüter. Das Unternehmen ist in Nordamerika und international tätig. Es bietet Puppen und Zubehör sowie Inhalte, Spiele und Lifestyle-Produkte für Kinder unter den Marken Barbie, Monster High, American Girl, Frozen und Polly Pocket an. Außerdem gehören zum Sortiment Bücher unter dem Markennamen American Girl, Fahrzeugmodelle, Schienen, Spielsätze und Zubehör für Kinder aller Altersgruppen und Sammler. Mattel, Inc. wurde 1945 gegründet und hat seinen Hauptsitz in El Segundo, Kalifornien.</p>					<p>Hauptsitz: Vereinigte Staaten Branche: Freizeitartikel Geographien: Vereinigte Staaten (56%), Europa, Mittlere Osten und Afrika (EMEA) (24%) (Umsätze in FY22) Segmente: Nordamerika (55%), International (41%), American Girl (4%)</p>				
Finanzübersicht									
USD Mio., FYE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	FY22A	FY23E	Sep23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY22-24	FY24-26	
Umsatzerlöse	5.434,7	5.471,9	5.222,5	5.585,0	5.797,8	6.009,7	1,4%	3,7%	
% Wachstum	(0,4%)	0,7%	N/A	2,1%	3,8%	3,7%			
Rohertrag	2.494,5	2.600,2	2.398,3	2.675,3	2.795,1	2.935,7	3,6%	4,8%	
% Marge	45,9%	47,5%	45,9%	47,9%	48,2%	48,9%			
EBITDA, angepasst	968,4	970,3	829,0	1.022,4	1.086,4	1.279,8	2,7%	11,9%	
% Marge	17,8%	17,7%	15,9%	18,3%	18,7%	21,3%			
EBIT, angepasst	688,6	677,9	553,4	745,0	793,0	859,0	4,0%	7,4%	
% Marge	12,7%	12,4%	10,6%	13,3%	13,7%	14,3%			
Jahresüberschuss, ang.	449,5	452,3	138,8	488,1	521,8	576,0	4,2%	8,6%	
% Marge	8,3%	8,3%	2,7%	8,7%	9,0%	9,6%			
Operativer Cashflow	442,8	587,3	637,9	763,7	790,4	N/A	31,3%	N/A	
Capex	(186,5)	(177,1)	(176,7)	(182,7)	(193,0)	(202,0)	(1,0%)	5,2%	
OCF – Capex	256,3	410,2	461,2	581,1	597,4	N/A	50,6%	N/A	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Sales		1,5x	1,6x	1,5x	1,5x	1,4x			
EV/EBITDA		8,7x	10,2x	8,3x	7,8x	6,6x			
EV/EBIT		12,4x	15,2x	11,3x	10,6x	9,8x			
P/E		14,4x	47,0x	13,4x	12,5x	11,3x			

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

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

Spin Master Corp. („Spin Master“)

Unternehmensprofil: Spin Master Corp.	
Geschäftsbeschreibung	Schlüsselinformationen
Spin Master Corp. ist ein Unterhaltungsunternehmen für Kinder, das sich mit der Entwicklung, dem Design, der Herstellung, der Lizenzierung und der Vermarktung verschiedener Spielzeuge, Unterhaltungsprodukte und digitaler Spiele in Nordamerika, Europa und anderen Ländern beschäftigt. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Spielwaren, Unterhaltung und digitale Spiele. Die Produktkategorien des Spielwarenssegments umfassen Aktivitäten, Spiele und Puzzles sowie Plüsch und Puppen. Das Unternehmen wurde 1994 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Toronto, Kanada.	Hauptsitz: Kanada Branche: Freizeitartikel Geographien: Vereinigte Staaten (54%), Europa (26%), Sonstige Länder (13%), Kanada (5%) (Umsätze in FY22) Segmente: Spielwaren (86%), Digitale Spiele (8%), Unterhaltung (6%)
Gesamtunternehmenswert (USD Mio., LTM)	Finanzübersicht
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 2.630,0	USD Mio., FYE 31 Dez
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig -	Historisch
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig -	FY22A
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 63,3	FY23E
(-) Liquide Mittel (650,7)	LTM
Nettofinanzverbindlichkeiten (587,4)	Sep23A
Gesamtunternehmenswert (WACC) 2.042,6	Prognose
(+) Minderheitsanteile (Marktwert) -	FY24F
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) (3,6)	FY25F
(-) Steuerliche Verlustvorträge -	FY26F
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) (3,6)	CAGR
Anpassungen (3,6)	FY22-24
Gesamtunternehmenswert (angepasst) 2.039,0	FY24-26
Marktkapitalisierung (angepasst) 2.630,0	Umsatzerlöse 2.020,3 1.922,9 1.868,1 2.444,8 2.573,2 2.689,6 10,0% 4,9%
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung (22%)	% Wachstum (1,1%) (4,8%) N/A 27,1% 5,2% 4,5%
	Rohrertrag 1.103,8 1.054,4 1.008,8 1.344,7 1.416,1 1.412,1 10,4% 2,5%
	% Marge 54,6% 54,8% 54,0% 55,0% 55,0% 52,5%
	EBITDA, angepasst 389,4 406,0 324,4 497,7 523,5 521,5 13,1% 2,4%
	% Marge 19,3% 21,1% 17,4% 20,4% 20,3% 19,4%
	EBIT, angepasst 321,2 273,2 257,5 362,1 394,1 N/A 6,2% N/A
	% Marge 15,9% 14,2% 13,8% 14,8% 15,3% N/A
	Jahresüberschuss, ang. 244,3 212,2 150,7 248,2 271,4 266,3 0,8% 3,6%
	% Marge 12,1% 11,0% 8,1% 10,2% 10,5% 9,9%
	Operativer Cashflow 249,3 314,7 152,3 400,3 391,7 391,3 26,7% (1,1%)
	Capex (99,4) (114,5) (98,8) (123,1) (132,2) (132,3) 11,3% 3,7%
	OCF – Capex 149,9 200,2 53,5 277,2 254,5 259,0 36,0% (3,3%)
	Börsenmultiplikatoren
	EV/Sales 1,1x 1,1x 0,8x 0,8x 0,8x
	EV/EBITDA 5,0x 6,3x 4,1x 3,9x 3,9x
	EV/EBIT 7,5x 7,9x 5,6x 5,2x N/A
	P/E 12,4x 17,5x 10,6x 9,7x 9,9x

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

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

TOMY Company, Ltd. („TOMY“)

Unternehmensprofil: TOMY Company, Ltd.	
Geschäftsbeschreibung	Schlüsselinformationen
TOMY Company, Ltd. entwickelt, produziert und vertreibt Spielwaren, allgemeine Handelswaren, Kartenspiele und Babypflegeprodukte. Das Unternehmen bietet Actionfiguren und Zubehör, Kunsthandwerk, Puppen, Konstruktionsspielzeug, Verkleidungs- und Rollenspiele, sowie Spiele und Puzzles an. Außerdem gehören Modellfahrzeuge, Outdoor- und Sportspielzeug, Plüschspielzeug, Funk- und Fernbedienungsspielzeug, Aufsatzfahrzeuge und wissenschaftliches/pädagogisches Spielzeug zum Sortiment. Das Unternehmen ist in Asien, Europa, Amerika und Ozeanien tätig. Das Unternehmen wurde 1924 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Tokio, Japan.	Hauptsitz: Japan Branche: Freizeitartikel Geographien: Japan (61%), Vereinigte Staaten (20%), Sonstige (17%) (Umsätze in FY23) Segmente: Japan (79%), Asien (30%), Amerika (16%), Europa (4%), Ozeanien (1%), Sonstige (-30%)
Gesamtunternehmenswert (JPY Mrd., LTM)	Finanzübersicht
Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.) 212,5	JPY Mrd., FYE 31 Mrz
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 6,8	Historisch
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 19,9	FY23A
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 9,3	FY24E
(-) Liquide Mittel (63,1)	LTM
Nettofinanzverbindlichkeiten (27,1)	Sep23A
Gesamtunternehmenswert (WACC) 185,4	Prognose
(+) Minderheitsanteile (Marktwert) -	FY25F
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) -	FY26F
(-) Steuerliche Verlustvorträge -	FY27F
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) -	CAGR
Anpassungen -	FY23-25
Gesamtunternehmenswert (angepasst) 185,4	FY25-27
Marktkapitalisierung (angepasst) 212,5	Umsatzerlöse 187,3 203,8 194,3 220,2 228,0 224,0 8,4% 0,9%
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung (13%)	% Wachstum 13,2% 8,8% N/A 8,0% 3,6% (1,8%)
	Rohrertrag 72,3 82,3 76,4 88,3 92,4 N/A 10,5% N/A
	% Marge 38,6% 40,4% 39,3% 40,1% 40,5% N/A
	EBITDA, angepasst 19,3 23,7 21,5 27,6 29,9 N/A 19,5% N/A
	% Marge 10,3% 11,6% 11,1% 12,5% 13,1% N/A
	EBIT, angepasst 13,1 17,5 15,1 21,1 23,1 22,8 26,7% 4,0%
	% Marge 7,0% 8,6% 7,8% 9,6% 10,1% 10,2%
	Jahresüberschuss, ang. N/A N/A N/A N/A N/A N/A N/A N/A
	% Marge N/A N/A N/A N/A N/A N/A
	Operativer Cashflow 16,2 17,9 24,1 19,2 21,2 20,2 8,7% 2,8%
	Capex (5,4) (3,6) (5,4) (3,6) (3,5) (3,5) (18,1%) (1,4%)
	OCF – Capex 10,9 14,3 18,7 15,6 17,7 16,7 19,7% 3,7%
	Börsenmultiplikatoren
	EV/Sales 0,9x 1,0x 0,8x 0,8x 0,8x
	EV/EBITDA 7,8x 8,6x 6,7x 6,2x N/A
	EV/EBIT 10,6x 12,3x 8,8x 8,0x 8,1x
	P/E N/A N/A N/A N/A N/A

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

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

Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

Zapf Creation AG, Rödental

auf die

MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main

Az.: 1 HK O 5811/23

Anlage A&M-001:
Bestellungsbeschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom
17. Oktober 2023



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 5811/23



In dem Rechtsstreit

- 1) **MGAE Deutschland Holding AG**, vertreten durch d. Vorstand, Saalburger Straße 87, 61350 Bad Homburg
- Antragstellerin -
- 2) **Zapf Creation AG**, vertreten durch d. Vorstand, Mönchrödener Straße 13, 96472 Rödental
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte zu 1 und 2:

Rechtsanwälte **Baker McKenzie RechtsanwaltsGes. mbH**, von Rechtsanwälten und Steuerberatern, Bethmannstraße 50 - 54, 60311 Frankfurt, Gz.: CVO#428010551

wegen Bestellung Angemessenheitsprüfer

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Walther am 17.10.2023 folgenden

Beschluss

- I. Als Prüfer für die Prüfung der Angemessenheit der im Rahmen der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Zapf Creation AG mit Sitz in Rödental, Amtsgericht Coburg, HRB 2995, auf die Hauptaktionärin MGAE Deutschland Holding AG mit Sitz in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB 128498, festzusetzende Barabfindung und als Prüfer der Verschmelzung der Antragstellerin zu 2 auf die Antragstellerin zu 1 wird die

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

c/o Alvarez Marsal

Thierschplatz 6

80538 München

ausgewählt und bestellt.

II. Die Antragstellerinnen tragen die Kosten des Verfahrens.

III. Der Geschäftswert wird auf 40.000,00 € festgesetzt.

Gründe:

- 1) Mit Antrag der Hauptaktionärin, der Antragstellerin zu 1), eingegangen hier am 13.10.2023 wird die Bestellung eines Prüfers für die Angemessenheit der gemäß §§ 327a ff AktG anzubietenden Barabfindung begehrt sowie die eines gemeinsamen sachverständigen Prüfers für die Verschmelzung der Antragstellerin zu 2 auf die Antragstellerin zu 1.
- 2) Das Landgericht Nürnberg-Fürth, Kammer für Handelssachen, ist örtlich, sachlich und funktionell zuständig, §§ 327c Abs.2 S.3 i.V.m. 293c Abs. 1 S.3 AktG, § 30 GZVJu bzw. §§ 10 Abs. 2, 60 UmwG und § 28 Abs. 1 Nr. 2 GZVJu. Es entscheidet der Vorsitzende allein.
- 3) Bei der Auswahl des Prüfers wurde einem Vorschlag der Antragstellerinnen gefolgt. Der Antrag auf gerichtliche Bestellung ist an keinerlei Voraussetzungen gebunden. Es ist insbesondere möglich, einen Prüfer zur Bestellung vorzuschlagen, dies schon deshalb, weil der vom Gericht bestellte Prüfer zur gewissenhaften und unparteiischen Prüfung verpflichtet ist und zwar insbesondere auch im Verhältnis zu den Minderheitsaktionären, §§ 327c Abs.2 S.4 i.V.m. 293d Abs.2 S.2 AktG, 323 Abs. 1 S. 1 HGB bzw. § 11 Abs. 1 UmwG. Zudem wurde versichert, dass gesetzliche Hinderungsgründe i.S.d. §§ 327c Abs.2, 293d Abs. 1 und 2 AktG, 319, 320, 323 HGB nicht vorliegen. Die vorgeschlagene Person erfüllt gemäß §§ 293d AktG, 319 Abs. 1 HGB die Voraussetzungen für eine Bestellung.
- 4) Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 Abs. 1, 1 Abs. 2 Nr. 1 GNotKG.

- 5) Der Geschäftswert ist gem. § 36 GNotKG festzusetzen. Eine Festsetzung auf 20.000,00 € je Antrag, mithin insgesamt also 40.000€ erscheint angemessen.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird.

Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem dritten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht.

Die Beschwerde ist bei dem
Landgericht Nürnberg-Fürth
Fürther Str. 110
90429 Nürnberg

einzulegen.

Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht.

Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.

gez.

Walther
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Nürnberg, 18.10.2023

Jankner, JOSekr`in
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

Zapf Creation AG, Rödental

auf die

MGAE Deutschland Holding AG, Frankfurt am Main

Az.: 1 HK O 5811/23

Anlage A&M-002:
Allgemeine Geschäftsbedingungen
(Standard Terms of Business for Valuation Services)



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

SCHEDULE I

STANDARD TERMS OF BUSINESS FOR VALUATION SERVICES

These Standard Terms of Business (including any relevant Supplements) form part of the Contract which will apply to the Services we provide to you pursuant to the Engagement Letter.

<p>1. Defined Terms</p> <p>1.1.1 “Alvarez & Marsal Entities” means A&M and any other entity carrying on business under all or any part of the Alvarez & Marsal name, or which is otherwise within (or associated or connected with an entity within) the Alvarez & Marsal network of firms worldwide (to exclude Alvarez & Marsal Capital, LLC and subsidiaries).</p> <p>1.1.2 “A&M”, “we” or “us” (or derivatives) means A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, a limited liability company incorporated in Munich, Germany (number HRB 202 025) and whose registered office is at Thierschplatz 6, D-80538 Munich.</p> <p>1.2 “Addressees” or “you” (or derivatives) means the Client, together with any Beneficiary.</p> <p>1.3 “Affiliates” means an entity controlling, controlled by or under common control with the first named entity.</p> <p>1.4 “Assurance”, “Audit”, “Compilation”, “Examination”, “Opinion”, “Review” each have the meanings given to them in the professional standards issued by German Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) , the International Auditing and Assurance Standards Board or any similar body.</p> <p>1.5 “Beneficiary” or “Beneficiaries” means the persons (a) whom we and the Client have agreed may have the benefit of and rely on the Services and/or the Report and (b) to whom we have assumed a duty of care in respect of the Services and/or the Report and who have accepted the terms of the Contract under written arrangements with A&M.</p> <p>1.6 The “Client” means the original addressees of the Engagement Letter.</p> <p>1.7 “Confidential Information” means information or documents which we receive or produce for the purposes of providing the Services and which are marked confidential or are manifestly confidential but does not include any information which:</p> <p>(a) is received from a third party who owes no obligation of confidence in respect of the information; or</p> <p>(b) is or becomes generally available to the public other than as a result of a breach of an obligation under clause 6.1; or</p> <p>(c) is known to A&M prior to starting to provide the Services.</p> <p>1.8 The “Contract” means the Engagement Letter and its schedules (including these Standard Terms of Business and any Supplements), in each case, as amended by us, from time to time, in accordance with the terms of the Contract.</p> <p>1.9 “Contractor” means any third party entity or individual engaged by A&M (or by any other</p>	<p>Alvarez & Marsal Entity), including sub-contractors and agents, whether in respect of the Services or more generally to support the administration and management of Alvarez & Marsal Entities and/or their businesses.</p> <p>1.10 “Damage” means the aggregate of all losses, costs, expenses, liabilities or damages (including interest thereon, if any) suffered or incurred, directly or indirectly, by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.</p> <p>1.11 “Data Controller”, “Data Processor”, and “Data Subject” each have the same meanings in this Contract as in the GDPR, as amended from time to time.</p> <p>1.12 “Data Protection Laws” means the Regulation (EU) 2016/679 of the European Parliament of the Council of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data (the General Data Protection Regulation; the “GDPR”) and such national legislation implementing the GDPR.</p> <p>1.13 “Each of us”, “Either of us” or any similar expressions refer to A&M, the Client and any other Addressee.</p> <p>1.14 “Engagement Letter” means the letter sent to you (with these Standard Terms of Business and any Supplements), setting out details of the Services and the terms of the Contract between us.</p> <p>1.15 “Management” means the managers of any entity or business that supplies information to A&M in connection with the Services, as the context requires.</p> <p>1.16 “Personal Data” has the meaning given to it in the GDPR, as amended from time to time.</p> <p>1.17 “Personnel” means each of those individuals who is a member, partner, managing director, director or employee of any Alvarez & Marsal Entity or who is a Contractor or a member, partner, managing director, director or employee of a Contractor. This definition covers Personnel of any Alvarez & Marsal Entity whether they are employed by that Alvarez & Marsal Entity directly or through a service company or similar entity.</p> <p>1.18 “Report” means any oral comments and draft or final documents (including presentations and correspondence), whether in hard copy or electronic form, provided to you in connection with the Services. “Report” includes reference to any part of any Report.</p> <p>1.19 The “Services” are those services to be provided under the terms of this Contract as described in the Engagement Letter. The Services also include any changes agreed under clause 8.2 below to the scope of our work.</p>
---	--

2. The Services	2.8.2	Our work will not constitute an Examination or Compilation engagement and we will not prepare projections. Where we comment on bases and assumptions underlying the projections, our Report may include tables aggregating quantified vulnerabilities, upsides and/or sensitivities in order to illustrate effects of possible alternative assumptions. Those tables should not be regarded as a restatement of Management's projections, or preparation of revised projections.
2.1 We will provide the Services with reasonable skill and care.		
2.2 The Services will cover the areas agreed with the Client in the Engagement Letter. The Services will not include an Audit conducted in accordance with generally accepted auditing standards, an Examination of internal controls, or other Review or Assurance services. Accordingly, we will not express an Opinion or any other form of Assurance on the financial statements of the Client or any other financial information (including projections), or operating or internal controls of the Client. Except to the extent expressly agreed to the contrary, where we comment on the use of internet technologies in key business processes, we will do so as providers of due diligence rather than as information technology specialists.	2.8.3	If projections presented to A&M for comment are of such a poor standard that suggesting adjustments in our Report would amount to preparation or re-preparation of projections, we will instead discuss with you whether revised projections will be prepared for A&M to consider.
2.3 You shall provide (or cause others to provide) to us promptly the information and assistance that we reasonably require to perform the Services. You confirm that the provision of information to us will not infringe any copyright or any other third party rights.	2.8.4	You acknowledge that when considering information presented in our Report, including (where applicable) likely future profitability and cash flows, it is your responsibility to consider our comments and make your own decision based on the information available to you.
2.4 Except to the extent otherwise stated in our Report, our work will be carried out on the basis that any information supplied (whether or not in writing and by Management or otherwise) to A&M and on which our work is based is accurate and not misleading and we will not verify it, perform audit procedures that would enable A&M to express an audit opinion on information included in our Report or check it in any other way.	2.8.5	Since events and circumstances frequently do not occur as expected, there will usually be differences between predicted and actual results and those differences may be material. We assume no responsibility for the achievement of predicted results. It is understood and agreed that A&M's work may include advice and recommendations, but all decisions in connection with the implementation of such advice and recommendations shall be the responsibility of, and made by, the Client. Further, A&M assumes no responsibility for the selection, approval, or implementation of any actions which it assists the Client in formulating.
2.5 There is no assurance that all matters of significance to you will be disclosed by our work. It is your responsibility to determine whether the areas we are to cover and the extent of verification or other checking included in the Services are adequate for your purposes and we make no representations, warranties or other statements in this regard.	2.9	Except as provided in this clause 2.9, the Services do not include the provision of legal advice or legal due diligence services and we make no representations, warranties or other statements concerning questions of legal interpretation.
2.6 We are entitled to assume that any instructions, notices or requests (whether in writing or not and however communicated to us) have been properly authorised by you if they are given or purported to be given by an individual or person who is or purports to be and is reasonably believed by A&M to be a director or employee of your authorised agent. A&M shall be entitled to rely on all decisions and approvals of the Client.	2.10	You acknowledge that you do not require A&M to do any of the following: make investment decisions; provide investment advice (which includes such services as recommending whether any transaction should proceed and advising on the price); determine levels of finance; act or negotiate on your behalf, or act as management. These matters are your responsibility.
2.7 Where a timetable is agreed for the provision of the Services, each of us will use reasonable efforts to carry out our respective obligations in accordance with the timetable. However, unless both of us specifically agree otherwise in writing, dates contained in the timetable are intended for planning and project management purposes only and are not contractually binding.	3. Costs and Fees	
2.8.1 This clause 2.8 applies where the Services include consideration of any financial information about the future (projections).	3.1	The Client agrees to pay for the Services and for any reasonable out-of-pocket expenses. Our fees are exclusive of taxes or similar charges, as well as customs, duties or tariffs imposed in respect of the Services, all of which you shall pay.
	3.2	Our invoices are payable on receipt or at such other time as may be specified in the Engagement Letter. We may claim appropriate advances for remuneration and reimbursement of outlays and make rendering of our Services

- dependent upon complete satisfaction of our claims.
- 3.3 Any fee estimates we give are not contractually binding and will be subject to any stated caveats and assumptions and to any factors outside our control.
- 3.4 Our fees will reflect such factors as complexity, specialist input (including the use of techniques, expertise, and know-how developed within any Alvarez & Marsal Entity) and time spent, and will take into account urgency and inherent risks.
- 3.5 If we are required by applicable law, legal process or government action to provide information or personnel as witnesses with respect to the Services or this Engagement Letter, you shall reimburse us for any professional time and expenses (including reasonable external legal costs) incurred to respond to the request, unless we are party to the proceedings or the subject of the investigation or unless we do get fully reimbursed by public authorities.
- 3.6. We reserve the right to defer or postpone providing additional services or to cease work on any matter for which we have not received any requested payment within the agreed payment terms. We reserve the right to charge interest at the rate of five percent (5%) per annum on a daily basis over the Basiszinssatz published by the Deutsche Zentralbank on all sums not paid within 30 days of presentation of our invoice, calculated and compounded monthly (based on a three hundred sixty (360) day year of twelve (12) thirty (30) day months), but not to exceed the maximum rate permitted by law ("Prime Rate"), and you agree to pay such interest if applicable. You agree that our fees are exclusive of any withholding tax or other taxes and that, to the extent that any such taxes are applicable, you and not A&M shall be liable for payment. All payments due to A&M shall be made without withholding or deduction on account of any taxes whatsoever.
- 4. Our Report**
- 4.1 You agree not to use our Report for any purpose other than for the purposes of the Services.
- 4.2 In providing the Services to you we may provide oral comments, drafts of the written Report, presentations, letters, schedules or hard or soft copies of computer models. As these represent work in progress and/or are not our final findings, we do not assume any duty of care or responsibilities, whether in contract, tort, statute or otherwise to you or anyone else in respect of any of them. The final results of our work will be contained in our final Report. There may be events, developments or changes in circumstances subsequent to the date of our Report which may affect the continuing validity of the Report, and you agree that we have no obligation to update the Report or to notify you of any such matter of which we or any Alvarez & Marsal Entities have become or may become aware.
- 4.3 You agree that, save as provided in clause 4.5 or otherwise in this Contract, you will not pass our Report or any other deliverables of the Services to any third party by any means without our prior written consent. We may, at our discretion, withhold consent or give our consent subject to certain conditions, for example receiving a letter in a form acceptable to A&M signed by the proposed recipient third party seeking access.
- 4.4 We accept no liability or responsibility to any third party who, with or without our consent, gains access to our Report.
- 4.5 You may disclose copies of our Report where you are required to do so by law, legal process or regulation, provided that, where reasonably and legally possible, you notify us of such requirement prior to disclosure. You may also make copies of our Report (in full) available to your directors, officers and employees and your legal and other professional advisers, provided that in each case you take reasonable steps to ensure that they fully understand that:
- (a) we accept no duty of care or responsibility to them in respect of any use they may make of our Report and they may not to bring any claims or actions against us in respect of our Report or the Services;
 - (b) our Report is confidential and may not be disclosed to any other person without our prior written consent;
 - (c) in respect of Personal Data, they are required to comply with the German Data Protection Act ("Bundesdatenschutzgesetz").
- 4.6 We own the intellectual property rights (including, without limitation, any copyright) in our working papers, our Report and any other product or deliverable of the Services. You may, however, make copies of our Report for use in accordance with the provisions of this Clause 4. We retain all intellectual property rights in any data, software, database, system, technique, methodology, idea, concept, information and know-how we may use in performing the Services, including in any developments of such materials occurring in the performance of the Services.
- 5. IT**
- 5.1 We will each be responsible for protecting our own systems and interests in relation to electronic communications and, subject to clause 7.1, neither you nor A&M or its Personnel will have any liability to each other on any basis, whether in contract, tort (including negligence) or otherwise, in respect of any error, damage, loss, cost or omission arising from or in connection with the electronic communication of information between us, or A&M's use of your network and internet connection.
- 5.2 We do not guarantee that any electronic communication or electronic transmission of information sent during the engagement is secure, virus-free or error-free.

6. Confidentiality

- 6.1.1 We will keep Confidential Information confidential and secure.
- 6.1.2 Notwithstanding clause 6.1.1, we may disclose Confidential Information:
- (a) to the extent it is or comes into the public domain other than through a breach of this confidentiality provision;
 - (b) to the extent that we believe that disclosure is required by law or professional obligation or other regulation;
 - (c) to other Alvarez & Marsal Entities and/or Contractors on the understanding that we shall take reasonable steps to ensure that recipients are required to safeguard confidentiality; and
 - (d) to our insurers and/or professional advisers (including our legal advisers) provided that Confidential Information remains confidential.
- 6.1.3 Subject to clause 6.1.1 we may cite the performance of the Services to our clients and prospective clients as an indication of our experience.
- 6.2.1 You agree to comply with Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to you by A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.
- 6.2.2 A&M will be a data controller of Personal Data provided to us in conjunction with the Services or otherwise processed in connection with providing the Services. We agree to comply with our obligations under Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.
- 6.2.3 In respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services, you undertake to ensure that processing such data in accordance with the terms of this Contract will not place A&M or any other Alvarez & Marsal Entities in breach of Data Protection Laws.
- 6.2.4 In providing the Services under the Contract, A&M may have access to personal, sensitive or confidential data relating to third parties (including the Target) ("Third Party Confidential Information") and such Third Party Confidential Information may be provided to you or third parties as part of the Report or otherwise in connection with the Services. The processing or transfer of such Third Party Confidential Information may be subject to Data Protection Laws. The Client confirms as follows: (a) you are responsible for the security of Third Party Confidential Information provided to you and will implement and maintain industry-standard or better administrative, technical and physical safeguards with respect to such Third Party

Confidential Information; (b) where applicable, you and not A&M shall be responsible for obtaining all necessary consents for the processing and transfer of Third Party Confidential Information to you or third parties in connection with the Services; (c) you will comply with Data Protection Laws in connection with such Third Party Confidential Information; and (d) processing and transferring Third Party Confidential Information in accordance with the terms of the Contract will not place A&M in breach of any Data Protection Laws.

- 6.2.5 A&M's privacy policy describes why and how we collect and use personal data and provides information about individuals' rights. This is available on A&M's website at: <https://www.alvarezandmarsal.com/terms-use>.
- 6.2.6 Objection to marketing: at any time, including at the time of entering into this Contract, the Client, its personnel and employees have the right to object to A&M's processing of data about you in order to send you marketing information. To stop receiving an email from an A&M or other Alvarez & Marsal Entity marketing list, please click on the unsubscribe link in the relevant email received from us; or please email us at data.protection.office@alvarezandmarsal.com.
- 6.3 You acknowledge to A&M that it is not the responsibility of A&M to: (i) design, establish and maintain a system of internal accounting controls in compliance with the U.S. Securities Exchange Act of 1934 and applicable Securities and Exchange Commission regulations (collectively, the "SEC Rules"), including "disclosure controls and procedures" and "internal controls and procedures for financial report", as each such term is used and defined under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the interpretive guidance and regulations relating to such Act, and (ii) make such disclosures with respect to this engagement that are required by applicable SEC Rules.

7. Liability

- 7.1 Our liability for claims of compensatory damages of any kind for an individual case of Damage resulting from negligence is limited to EUR 4 million ("**Maximum Liability Amount**"). This also applies if liability to any person other than you is established. Any exclusion or restriction of a liability or remedy is only valid to the extent that the liability or remedy (a) does not arise from death or personal injury; (b) may by law be excluded or limited; and (c) does not arise from fraud or dishonesty of the person relying on the exclusion or restriction.
- 7.2 An individual case of Damage also exists in relation to a uniform damage arising from a number of breaches of duty. The individual case of Damage encompasses all consequences from a breach of duty without taking into account whether the Damage incurred in one year or in a number of years. In this case multiple acts or omissions of acts based on a similar source of error or on a source of error of an equivalent nature are deemed to be a uniform breach of duty if the matters in question are legally or economically connected to one

- another. In this event the claim against us is limited to EUR 5 million.
- 7.3 If legitimate claims falling within our limitation of liability are brought against us by you and/or one or more third parties who are entitled to invoke this Contract, the Maximum Liability Amount will be – in accordance with Section 428 BGB (German Civil Code) – available only once to all – including all future – claimants collectively. Hence, any payment by us to you has a discharging effect towards all claimants. In case the sum of all claims (including future claims) to which these liability provisions apply exceeds the Maximum Liability Amount, the allocation of this Maximum Liability Amount amongst all claimants (including you) is entirely a matter of discussion amongst all the claimants.
- 7.4 A compensatory damages claim may only be lodged within a preclusive deadline of one year of the rightful claimant having become aware of the Damage and of the event giving rise to the claim – at the very latest, however, within 3 years subsequent to the event giving rise to the claim. The claim expires if legal action is not taken within a six months deadline subsequent to the written refusal of acceptance of the indemnity and you were informed of this consequence. The right to assert the bar of the preclusive deadline remains unaffected.
- 7.5 Should, as an exception in an individual case, any person other than you, our Client, have a right to invoke this Contract, the provisions of clauses 7.1. to 7.4 also apply to any such third party. Section 334 BGB (German Civil Code) shall apply.
- 7.6 You may not make a contractual claim or bring proceedings arising from the provision of the Services or otherwise based on this Contract against any Alvarez & Marsal Entity other than A&M, nor against any Personnel. You shall make any contractual claims or bring such proceedings only against us. The limitations in clauses 7.1 to 7.4 and this clause 7.6 are intended to benefit the other Alvarez & Marsal Entities and Personnel, who shall be entitled to enforce them.
- 7.7 Our liability to you for compensatory damage will further be limited to such proportion thereof as is determined to be just and equitable having regard to the extent to which (a) A&M; (b) you, your agents, officers, and employees; and (c) any other person is or was responsible for the occurrence of any such Damage.
- 7.7.1 In assessing our proportionate share of responsibility for such loss, damage, costs and expenses in accordance with clause 7.7 above, it is agreed that no account is to be taken of:
- (a) any exclusion or restriction imposed or agreed between you and any other person in connection with their responsibility or liability to you for Damage for which they are or might otherwise be responsible or liable;
 - (b) whether or not any such other person is or could be made a party to the proceedings in which our liability in accordance with this clause 7.7 is to be determined (and, for the avoidance of any doubt, we shall have no responsibility whatsoever to take any steps to ensure that they are made a party thereto); and
- (c) the ability or otherwise of any such other person to satisfy in whole or in part any liability to you for any such Damage.
- 7.8 We shall not be liable for any indirect, consequential damages or loss (including interest thereon, if any), or for any loss of profits, loss of data or loss of opportunity, suffered or incurred by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.
- 7.9 The Services are not designed to and are not likely to reveal fraud or misrepresentation. Accordingly we cannot accept responsibility for detecting fraud (whether by management or by external parties) or misrepresentation.
- 7.10 We will not be liable to you to the extent that any Damage is due to the provision to us of false, misleading, inaccurate or incomplete information or documentation or due to the acts or omissions of any person other than us or any other Alvarez & Marsal Entities or Personnel for whom we are responsible under the terms of this Contract.
- 8. Termination / alteration / survival**
- 8.1 The Contract may be terminated by either of us giving to the other written notice which will have immediate effect. Where the Contract is terminated by either of us, you will pay A&M's reasonable fees and expenses, taking into account the circumstances of termination and time spent in providing the Services up to the date of termination. Where you terminate the Contract before its completion other than for material breach by us, you will pay any additional costs that we reasonably incur in connection with the early termination.
- 8.2 Alterations to the Services may be requested by either of us and must be agreed between us in writing. Alterations will be subject to reasonable adjustments to the fees and timetable.
- 8.3 The provisions of this Contract which expressly or by implication are intended to survive its termination or expiry will survive and continue to bind both of us.
- 9. Third Parties**
- 9.1 To the fullest extent permitted by law, the Client will reimburse A&M, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and hold each of us harmless in respect of any liabilities, losses, expenses and other costs (including legal fees) any of us may incur in connection with any third party claim (whether in contract, tort (including negligence) or otherwise and including any claim by any of your Affiliates that

	is not a party to this Contract) arising directly or indirectly out of or in connection with the Services or the Report.		permitted successors, assigns and legal representatives.
9.2.1	The provisions of clauses 7.6 and 9.1 are expressly for the benefit of, respectively, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and clause 11.9 is expressly for the benefit of other Alvarez & Marsal Entities. You agree that, subject to clause 9.2.2, each of those persons has the right to rely on these provisions as if it were a party to this Contract. Each of the Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel which agrees to assist in the provision of the Services does so in reliance on the protections afforded to it by this clause 9, the benefit of which we formally accept on his, her or its behalf.	11.4	Neither of the parties will be liable to the other for any failure to fulfil obligations caused by circumstances outside our reasonable control.
		11.5	In the event of any conflict between the Engagement Letter and these Standard Terms of Business or any other document which forms part of the Contract, the Standard Terms of Business will take precedence, except to the extent amended in the Engagement Letter by specific reference to the relevant clause of these Standard Terms of Business. In the event and only to the extent of any conflict between the Engagement Letter and any other document which forms part of the Contract, other than the Standard Terms of Business, the Engagement Letter will take precedence.
9.2.2	Any rights conferred on third parties by this Contract are subject to the right of you and A&M, by agreement, to rescind or vary any term of this Contract without the consent of any third party.	11.6	Unless stated expressly to the contrary in the Contract, no person who is not a party to the Contract will have the right to enforce any of the terms or provisions of the Contract.
10.	Legal Agreements		
10.1	Our Services may be conducted alongside your legal advisers, acting separately for you. Where specifically requested by you and agreed by us, we will read and make comments and suggestions on specific clauses of an accounting and/or taxation nature in draft agreements prepared or being reviewed by your legal advisers but we are not qualified to provide legal advice. In particular, given its legal nature, any agreement is likely to reflect matters beyond our competence and, as a result, any comments and suggestions that we provide should not be relied upon as being suitable for incorporation into any agreement without further consideration by your legal advisors.	11.7	This Contract forms the entire agreement between you and A&M relating to the Services and supersedes all prior agreements, understandings and representations with respect to the Services, including any confidentiality agreements between us. You represent that in agreeing to enter this Contract you have not relied on any other statement or representation made by A&M.
		11.8	Neither we nor any other Alvarez & Marsal Entity will be prevented or restricted by virtue of our relationship with you under this Contract from providing services to other clients, including clients who may be in competition with you or whose interests may be in conflict with your own, subject to our professional obligations. You understand and agree that the deployment of our industry experts or other specialists is not exclusive and, as a result, we may deploy such Personnel at any time for the benefit of other clients, which may include others in your sector.
10.2	If you are considering imposing or accepting a contractual term which would commit you to providing or obtaining any report from A&M (for example, in connection with completion accounts or compliance with loan covenants), you agree to consult with A&M first so that we can advise on the scope and wording of any such report and the terms on which we would undertake such work.	11.9.1	The Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) for a period of two years subsequent to the date upon which the relevant Engagement Personnel ceases to be involved in or connected with the provision of Services pursuant to or as a consequence of this Contract (the " Relevant Period "), that neither it nor its Affiliates will solicit, entice, induce or encourage any Engagement Personnel to leave or seek to leave his or her position with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities for the purposes of being employed or engaged in any capacity by the Client (or any of its Affiliates) and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For these purposes " Engagement Personnel " means Personnel who are senior members of the engagement team providing the Services (to include Managing Directors, Senior Directors and Directors) and any other senior Personnel
11.	Miscellaneous		
11.1	We will provide the Services as an independent contractor and not as your employee, agent, or partner. Neither of us have the right or power to bind the other.		
11.2	You confirm that you have all requisite power and authority to enter into the Contract.		
11.3	Neither of the parties may transfer, charge or otherwise seek to deal with our rights or obligations under this Contract without the prior written consent of the other party, except that we may each transfer our respective rights and obligations under this Contract to any partnership or legal entity authorised to take over all or part of our business. This Contract is binding on each party hereto and on each of its		

- who may assist in respect of or be connected with the Services from time to time.
- 11.9.2 As a separate obligation the Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) during the Relevant Period, that neither it nor its Affiliates will directly or indirectly employ, engage or retain any Engagement Personnel (or seek to do any such things) in any capacity, and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For the avoidance of doubt and without limiting the ambit of this clause in any way, it will be a breach of this clause if the Client contracts with a third party, for the provision of the services of the Engagement Personnel or where the services contracted for will in practice be provided wholly or mainly by the Engagement Personnel. Furthermore and for the avoidance of doubt actions contrary to this clause 11.9.2 will remain a breach of this clause regardless of whether or not the Engagement Personnel has ceased to be employed by A&M or any Alvarez & Marsal Entity for any reason at the time the employment engagement or retention is offered to the Engagement Personnel.
- 11.9.3 Without prejudice to the foregoing if, during the Relevant Period, the Client (or any of its Affiliates) extends offers of employment to any Engagement Personnel and should such an offer be accepted, the Client will pay to A&M the following agreed upon amount which is the estimated cost (based on billable hours) to A&M of the loss and replacement of such Engagement Personnel: a fee based upon such Engagement Personnel's hourly rates multiplied by an assumed billing (over a one year period) of 4,000 hours for a Managing Director, 3,000 hours for a Senior Director and 2,000 hours for any other A&M employee. This fee would be payable at the time of the individual's acceptance of employment.
- 11.9.4 Each part of this clause 11.9 constitutes an entirely separate and independent obligation and does not operate to limit any other obligation owed by you, whether that obligation is express or implied by law. If any restriction is held to be invalid or unenforceable by a court of competent jurisdiction, it is intended and understood by the parties that such invalidity or unenforceability will not affect the remaining restrictions.
- 11.10 If any term or terms of the Contract shall be held to be invalid, illegal or unenforceable, such term or terms shall be deemed not to form part of the Contract without prejudice to the enforceability of the remaining terms of the Contract, provided always that if any such deletion substantially affects or alters the commercial basis of the Contract, the parties to the Contract will negotiate in good faith to amend and modify them as may be necessary or desirable in the circumstances.
- 12.1 This Agreement, and any non-contractual obligations arising out of this Agreement or the Services, shall be governed by, and construed in accordance with, the laws of Germany.
- 12.2 Any controversy or claim arising out of or relating to this Agreement, including any question regarding its existence, shall be finally settled in accordance with the Arbitration Rules of the German Institution of Arbitration e.V. (DIS) without recourse to the ordinary courts of law.
- 12.3 The place of the arbitration shall be Munich. There shall be one arbitrator. The language of the arbitration shall be German.
- 12.4 Notwithstanding the foregoing, the parties shall be entitled to obtain interim relief from a competent court. Such relief may be overturned, upheld or amended by the arbitrator at the request of one of the parties.

12. Governing Law and Jurisdiction