

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

zur Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses zwischen den Aktien der Drillisch AG und der 1&1 Telecommunication SE zum 12. Mai 2017 sowie zum 25. Juli 2017

Inhaltsübersicht

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	11
1.1.	Auftrag.....	11
1.2.	Auftragsdurchführung	13
1.3.	Transaktionsstruktur.....	14
1.4.	Wertrelationen und Austauschverhältnis	18
2.	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	19
2.1.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	19
2.2.	Entwicklung des Telekommunikationsmarkts in Deutschland	21
3.	Bewertungsobjekte.....	48
3.1.	Bewertungsobjekt Drillisch AG	48
3.2.	Bewertungsobjekt 1&1 SE	70
3.3.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	88
4.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	91
4.1.	Anforderungen an die Festlegung des Austauschverhältnisses gemäß § 255 Abs. 2 AktG	91
4.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	92
4.3.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	95
4.4.	Bewertung anhand der Discounted Cashflow-Methode.....	97
4.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	100
4.6.	Liquidationswert	102
4.7.	Berücksichtigung von Synergien	103
5.	Bewertung der Drillisch AG.....	105
5.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung	105
5.2.	Fortführungsphase	124
5.3.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Fortführungsphase	127
5.4.	Kapitalisierungszinssatz	128
5.5.	Stand Alone-Bewertung.....	134

6.	Bewertung der 1&1 SE.....	154
6.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	154
6.2.	Fortführungsphase	167
6.3.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Fortführungsphase	170
6.4.	Kapitalisierungszinssatz	171
6.5.	Stand Alone-Bewertung.....	174
7.	Synergieallokation und Ermittlung des Austauschverhältnisses	187
7.1.	Wertrelationen und Austauschverhältnisse Stand Alone	187
7.2.	Würdigung der Synergien	189
7.3.	Abschließende Würdigung des Austauschverhältnisses	190
	Anlagen.....	193

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	11
1.1.	Auftrag.....	11
1.2.	Auftragsdurchführung	13
1.3.	Transaktionsstruktur.....	14
1.4.	Wertrelationen und Austauschverhältnis	18
2.	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	19
2.1.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	19
2.2.	Entwicklung des Telekommunikationsmarkts in Deutschland	21
2.2.1.	Mobilfunkmarkt	21
2.2.2.	Festnetzmarkt in Deutschland	40
2.2.3.	Abschließende Würdigung.....	47
3.	Bewertungsobjekte.....	48
3.1.	Bewertungsobjekt Drillisch AG	48
3.1.1.	Unternehmenshistorie.....	48
3.1.2.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	50
3.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	51
3.1.3.1.	Geschäftsmodell	51
3.1.3.2.	Unternehmensstrategie.....	54
3.1.4.	Ertrags- und Vermögenslage	54
3.1.4.1.	Ertragslage	55
3.1.4.2.	Vermögenslage	60
3.1.5.	SWOT-Analyse	65
3.1.5.1.	Stärken.....	65
3.1.5.2.	Schwächen.....	66
3.1.5.3.	Gelegenheiten	67
3.1.5.4.	Gefahren.....	67
3.1.5.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil	68

3.2.	Bewertungsobjekt 1&1 SE	70
3.2.1.	Unternehmenshistorie.....	70
3.2.2.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	70
3.2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	72
3.2.3.1.	Geschäftsmodell	72
3.2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	74
3.2.4.	Ertrags- und Vermögenslage	75
3.2.4.1.	Ertragslage	76
3.2.4.2.	Vermögenslage	78
3.2.5.	SWOT-Analyse	83
3.2.5.1.	Stärken.....	83
3.2.5.2.	Schwächen.....	84
3.2.5.3.	Gelegenheiten	85
3.2.5.4.	Gefahren.....	86
3.2.5.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil	87
3.3.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	88
3.3.1.	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group	88
3.3.2.	Peer Group-Übersicht.....	89
4.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	91
4.1.	Anforderungen an die Festlegung des Austauschverhältnisses gemäß § 255 Abs. 2 AktG	91
4.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	92
4.3.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	95
4.4.	Bewertung anhand der Discounted Cashflow-Methode.....	97
4.4.1.	Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert.....	97
4.4.2.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	100
4.4.3.	Wert des Eigenkapitals	100
4.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	100
4.6.	Liquidationswert	102
4.7.	Berücksichtigung von Synergien	103
4.7.1.	Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	103
4.7.2.	Allokation von Synergien	103

5.	Bewertung der Drillisch AG.....	105
5.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	105
5.1.1.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	105
5.1.2.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	106
5.1.2.1.	Umsatzerlöse.....	106
5.1.2.2.	Rohertrag.....	110
5.1.2.3.	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT).....	112
5.1.2.4.	Finanzergebnis.....	114
5.1.2.5.	Jahresüberschuss.....	114
5.1.2.6.	Bilanzplanung.....	115
5.1.2.7.	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung.....	123
5.2.	Fortführungsphase.....	124
5.3.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Fortführungsphase.....	127
5.4.	Kapitalisierungszinssatz.....	128
5.4.1.	Eigenkapitalkosten.....	129
5.4.1.1.	Basiszinssatz.....	129
5.4.1.2.	Risikozuschlag.....	130
5.4.2.	Wachstumsabschlag.....	132
5.5.	Stand Alone-Bewertung.....	134
5.5.1.	DCF-Wert nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern.....	134
5.5.1.1.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	135
5.5.1.2.	Wert des Eigenkapitals.....	136
5.5.2.	Ertragswertverfahren nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern.....	136
5.5.3.	DCF-Wert nach DVFA-Empfehlungen.....	140
5.5.4.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	142
5.5.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses.....	148

6.	Bewertung der 1&1 SE.....	154
6.1.	Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	154
6.1.1.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	154
6.1.2.	Analyse der Planungsrechnung.....	155
6.1.2.1.	Umsatzerlöse	156
6.1.2.2.	Rohertrag.....	158
6.1.2.3.	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	159
6.1.2.4.	Finanzergebnis	160
6.1.2.5.	Jahresüberschuss.....	161
6.1.2.6.	Bilanzplanung.....	162
6.1.2.7.	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	166
6.2.	Fortführungsphase	167
6.3.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Fortführungsphase	170
6.4.	Kapitalisierungszinssatz	171
6.4.1.	Eigenkapitalkosten.....	171
6.4.1.1.	Basiszinssatz	171
6.4.1.2.	Risikozuschlag	171
6.4.2.	Wachstumsabschlag	172
6.5.	Stand Alone-Bewertung.....	174
6.5.1.	DCF-Wert nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern	174
6.5.1.1.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	175
6.5.1.2.	Wert des Eigenkapitals	175
6.5.2.	Ertragswertverfahren nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern.....	176
6.5.3.	DCF-Wert nach DVFA-Empfehlungen	179
6.5.4.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	181
7.	Synergieallokation und Ermittlung des Austauschverhältnisses	187
7.1.	Wertrelationen und Austauschverhältnisse Stand Alone	187
7.2.	Würdigung der Synergien	189
7.3.	Abschließende Würdigung des Austauschverhältnisses	190
	Anlagen.....	193
	1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	193
	2. Ansprechpartner	195
	3. Definition wesentlicher Kennzahlen	196

Abkürzungsverzeichnis:

ADSL	=	Asymmetric Digital Subscriber Line
AG	=	Aktiengesellschaft
AktG	=	Aktiengesetz
ARPU	=	Umsatzerlöse pro Kunde (Average Revenue per User)
BGH	=	Bundesgerichtshof
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BNetzA	=	Bundesnetzagentur
BVerfG	=	Bundesverfassungsgericht
BvR	=	Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
CAGR	=	Compound Annualised Growth Rate (annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	=	Capital Expenditures (Brutto-Investitionen)
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CDAX	=	Composite DAX
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
DSL	=	Digital Subscriber Line
DVB-T2	=	Digital Video Broadcasting – Second Generation Terrestrial
DVFA	=	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
EBITDA	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBIT	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EstG	=	Einkommensteuergesetz
eSIM	=	embedded SIM (-> SIM)
EU	=	Europäische Union
EUR	=	Euro
EZB	=	Europäische Zentralbank
e.V.	=	Eingetragener Verein
FAUB	=	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FTE	=	Full-time equivalents
FTTH	=	Fiber to the home
GAV	=	Gewinnabführungsvertrag
GB	=	Gigabyte
G.fast	=	fast access to subscriber terminals
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GSM	=	Global System for Mobile Communications
GuV	=	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	=	Handelsgesetzbuch

IDW	=	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008)
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
IP	=	Internet Protocol
IPTV	=	Internet Protocol television
ISDN	=	Integrated Service Digital Network
ISIN	=	International Securities Identification Number
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
KSt	=	Körperschaftsteuer
KStG	=	Körperschaftsteuergesetz
LG	=	Landgericht
LTE	=	Long Term Evolution
LTM	=	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
MBA	=	Mobile Bitstream Access
Mio.	=	Millionen
MRP	=	Marktrisikoprämie
MNO	=	Mobile Network Operator
MVNE	=	Mobile Network Enabler
MVNO	=	Mobile Virtual Network Operator
MwSt	=	Mehrwertsteuer
NO	=	Network Operator
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	=	Oberlandesgericht
OTT	=	Over-the-top
p.a.	=	Per annum
RFC	=	Request-for-Change
SAR	=	Stock appreciation right
SE	=	Societas Europaea
SIM	=	Subscriber identity module
SWOT	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
TAL	=	Teilnehmeranschlussleitung
Tax-CAPM	=	Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value

VALUETRUST

Tz.	=	Textziffer
UMTS	=	Universal Mobile Telecommunications Systems
VDSL	=	Very High Speed Digital Subscriber Line
VNO	=	Virtual network operator
VOIP	=	Voice over IP (->IP) (dt. IP-Telefonie)
VWAP	=	Volume weighted average price
WACC	=	Weighted Average Cost of Capital
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WpÜGAngebV	=	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
XETRA	=	Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

Mit dem Schreiben vom 30. März 2017 hat die Drillisch AG, Maintal (im Folgenden „Drillisch AG“ oder „Auftraggeber“), uns, die ValueTrust Financial Advisors SE, München (im Folgenden „ValueTrust“), beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zur Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses zwischen den Aktien der Drillisch AG und der 1&1 Telecommunication SE, Montabaur (im Folgenden „1&1 SE“), unter Beachtung des § 255 Abs. 2 AktG zu erstellen. Die 1&1 SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften (im Folgenden zusammengefasst „1&1“ oder „1&1-Konzern“) umfasst das gesamte „Access“ Geschäft (mit Ausnahme der unter der Marke 1&1 Versatel angebotenen Produkte und Dienstleistungen), wobei das von 1&1 Versatel betriebene DSL-Privat- bzw. Massenkundengeschäft in 1&1 verbleibt und berücksichtigt wird.

Unter (teilweiser) Ausnutzung des in § 4 Abs. 2 der Satzung der Drillisch AG zur Verfügung stehenden genehmigten Kapitals erwirbt die Drillisch AG aufgrund eines Vorstandsbeschlusses vom 12. Mai 2017, dem der Aufsichtsrat der Gesellschaft am selben Tag zugestimmt hat, 9.372 1&1-Aktien oder ca. 7,75 % des Grundkapitals der 1&1 SE gegen Ausgabe von 9.062.169 neuer Drillisch-Aktien an die United Internet AG, Montabaur (im Folgenden „United Internet AG“ bzw. mit Tochtergesellschaften zusammengefasst „United Internet“ oder „United Internet-Konzern“), unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts (im Folgenden „Sachkapitalerhöhung I“). In einem weiteren Schritt soll die Drillisch AG die 1&1 SE vollständig erwerben können, indem die verbleibenden 111.628 1&1-Aktien oder ca. 92,25 % des Grundkapitals der 1&1 SE gegen Ausgabe weiterer 107.937.831 neuer Drillisch-Aktien in die Gesellschaft eingebracht werden. Diese jungen Drillisch-Aktien sollen infolge einer zu beschließenden Erhöhung des Grundkapitals der Drillisch AG gegen Sacheinlagen geschaffen werden, zu deren Bezug, unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der übrigen Aktionäre, ausschließlich United Internet zugelassen werden soll (im Folgenden „Sachkapitalerhöhung II“).

Bewertungsanlass ist die Durchführung der Sachkapitalerhöhung II zum Erwerb aller dann noch nicht von der Drillisch AG gehaltenen Aktien der 1&1 SE. In diesem Zusammenhang möchte der Vorstand der Drillisch AG das durch ihn festgelegte Verhältnis der Werte des Eigenkapitals der Drillisch AG und der 1&1 SE (im Folgenden „Wertrelation“) sowie das sich auf Basis der Wertrelation ergebende Austauschverhältnis der Aktien der Drillisch AG und der 1&1 SE (im Folgenden „Austauschverhältnis“) hinsichtlich der Angemessenheit beurteilen lassen. Als Termin für die zur Durchführung der Sachkapitalerhöhung II vorgesehenen außerordentlichen Hauptversammlung wurde der 25. Juli 2017 festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den Bericht des Vorstandes der Drillisch AG sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zur außerordentlichen Hauptversammlung, die über die Sachkapitalerhöhung II unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Drillisch-Aktionäre beschließen soll, veröffentlicht wird.

Als Bewertungsstichtage wurden der 12. Mai 2017, als der Tag der Veröffentlichung des Berichts des Vorstandes nach § 186 Abs. 4 S. 2 AktG sowie der Beschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat der Drillisch AG zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals im Zuge der Sachkapitalerhöhung I, und

der 25. Juli 2017, als Datum der außerordentlichen Hauptversammlung der Drillisch AG bzgl. der Erhöhung des Grundkapitals der Gesellschaft zur Durchführung der Sachkapitalerhöhung II, festgelegt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, im Folgenden „IDW S 1“) berücksichtigt. Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Wert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt.

Darüber hinaus haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, im Folgenden auch „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab. Anders als der IDW S 1 zielen die DVFA-Empfehlungen auf die Bestimmung des Verkehrswertes ab und gehen dabei vom Bewertungskonzept des „markttypischen Unternehmenserwerbers“ als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwertes aus. Damit wird für die Modellierung aus Sicht des Unternehmenserwerbers stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragschreiben vom 30. März 2017 dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die interne Verwendung durch den Auftraggeber sowie zum Zwecke der Verwendung im Rahmen der Sachkapitalerhöhung I und II zur Ausgabe neuer Drillisch-Aktien gegen Sacheinlage in Form von Aktien der 1&1 SE erstellt. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand der Drillisch AG auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der Drillisch AG bzgl. der Sachkapitalerhöhung II und die Verwendung im Zusammenhang mit sich potentiell anschließenden Gerichtsverfahren sowie die im Rahmen der Sachkapitalerhöhungsprüfung erforderliche Einsichtnahme durch den/die Prüfer gemäß § 183 Abs. 3 i.V.m. § 33 Abs. 3-5 AktG für die Sachkapitalerhöhungen I und II, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den Bericht des Vorstands der Drillisch AG, der sich auf unsere Gutachtliche Stellungnahme beziehen und diese teilweise oder vollständig wiedergeben darf.

Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Genehmigung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung oder vorherige Zustimmung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Verantwortung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

Wir haben unsere Arbeiten vom 30. März bis zum 12. Mai 2017 in unseren Büroräumen durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in der Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ dargestellten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der beiden Gesellschaften sowie deren zukünftiger Entwicklung zum 12. Mai 2017, Kapitalmarktdaten zum 28. April 2017 sowie Börsenkurse der Drillisch AG zum 5. Mai 2017 zugrunde.

Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen.

Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen haben wir darüber hinaus Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung von Drillisch und 1&1 geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von den in Anlage 2 aufgeführten Mitarbeitern der jeweiligen Gesellschaft sowie deren Beratern erhalten.

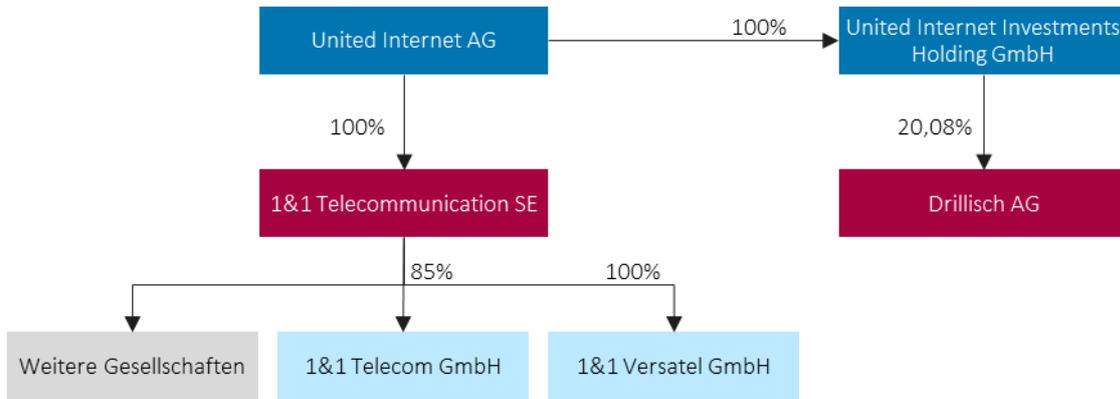
Die Drillisch AG hat uns gegenüber zum 11. Mai 2017 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden. Eine teilweise gleichlautende Erklärung wurde von der 1&1 SE in Bezug auf die für die 1&1 zutreffenden Angaben ebenfalls zum 11. Mai 2017 abgegeben.

Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Planungsrechnungen unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.

Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

1.3. Transaktionsstruktur

Vor Bekanntgabe der Transaktion, bestehend aus Sachkapitalerhöhung I, Sachkapitalerhöhung II und Übernahmeangebot (im Folgenden „Transaktion“), stellt sich die gesellschaftsrechtliche Struktur von Drillisch und 1&1 wie folgt dar (vereinfachte Darstellung):



Erwerb der 1&1 SE

Drillisch hat am 12. Mai 2017 veröffentlicht, dass sie mit der United Internet AG einen schrittweisen Erwerb der 1&1 SE, verbunden mit einer Erhöhung der Beteiligung von United Internet an der Drillisch AG, vereinbart hat. Hintergrund und Anlass für die Transaktion ist der Wunsch beider Unternehmen, das in 1&1 gebündelte Mobilfunk- und Festnetz-Geschäft von United Internet mit dem Mobilfunkgeschäft von Drillisch zusammenzuführen, um auf diese Weise einen integrierten Anbieter für Serviceleistungen im Mobilfunk- und Festnetzbereich zu schaffen.

Der der außerordentlichen Hauptversammlung am 25. Juli 2017 vorgeschlagene Beschluss über die Sachkapitalerhöhung II dient der Finanzierung und Durchführung des Erwerbs von Geschäftsaktivitäten der 1&1 SE und ihrer mittelbaren und unmittelbaren Beteiligungsgesellschaften.

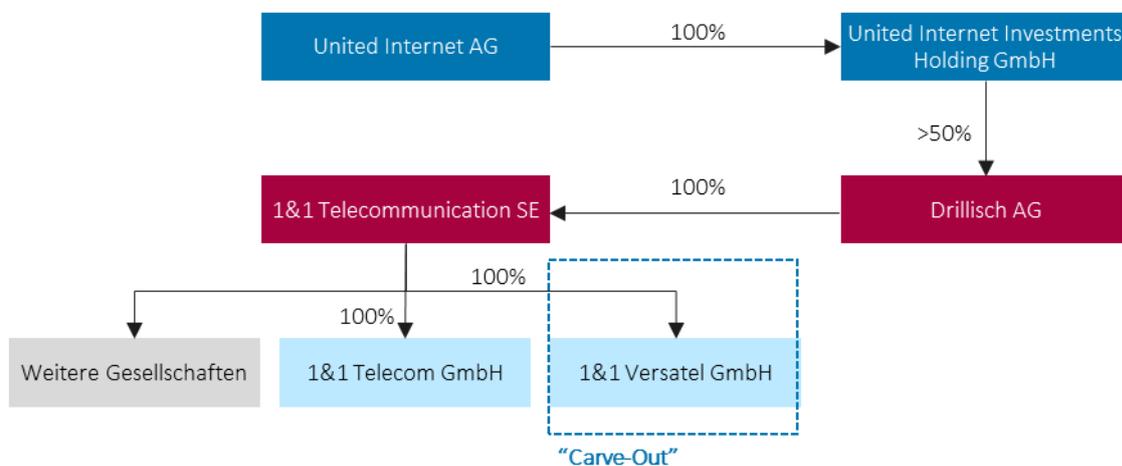
Im Zuge der Transaktion hat der Vorstand der Gesellschaft am 12. Mai 2017 ferner den Abschluss eines Business Combination Agreement mit der United Internet AG, das die Grundlagen der Transaktion beschreibt und namentlich den Erwerb von 1&1 durch Drillisch im Wege der Sachkapitalerhöhung I und der Sachkapitalerhöhung II sowie die Parameter des Übernahmeangebots regelt, sowie den Abschluss einer „Gesellschaftervereinbarung für die 1&1 Telecommunication SE“ bekanntgegeben.

Gemäß dem Inhalt dieser Vereinbarungen hat United Internet ebenfalls am 12. Mai 2017 die Entscheidung veröffentlicht, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien der Drillisch AG zu einem Preis von EUR 50,00 abzugeben („Übernahmeangebot“). Der von United Internet gebotene Preis je Drillisch-Aktie übersteigt damit den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs der Drillisch-Aktie zum 5. Mai 2017 i.H.v. ca. EUR 45,32 um EUR 4,68 oder rd. 10,3%. Das Übernahmeangebot wird ausschließlich unter dem Vorbehalt der Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I (soweit diese im Zeitpunkt der Gestattung der Angebotsunterlage noch nicht vorliegt) und der Freigabe durch das Bundeskartellamt stehen.

Vor oder während des Ablaufs der Annahmefrist des Übernahmeangebots erwirbt Drillisch im Rahmen der Sachkapitalerhöhung I zunächst 9.372 Aktien der 1&1 SE oder 7,75 % des Grundkapitals gegen Ausgabe von 9.062.169 neuer Drillisch-Aktien an United Internet unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts.

In einem weiteren Schritt soll Drillisch die 1&1 SE vollständig erwerben können, indem die verbleibenden 111.628 1&1-Aktien oder 92,25 % des Grundkapitals der 1&1 SE gegen Ausgabe weiterer 107.937.831 neuer Drillisch-Aktien in die Drillisch eingebracht werden. Diese jungen Drillisch-Aktien sollen infolge der Sachkapitalerhöhung II geschaffen werden, zu deren Bezug unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der übrigen Aktionäre ausschließlich United Internet zugelassen werden soll.

Nach erfolgreichem Abschluss der Transaktion stellt sich die gesellschaftsrechtliche Struktur von Drillisch und 1&1 wie folgt dar (vereinfachte Darstellung):



Umstrukturierung des ursprünglichen 1&1-Konzerns als vorbereitende Maßnahme

United Internet hat sich gegenüber Drillisch vertraglich verpflichtet, die Gesellschaftsstruktur des ursprünglichen 1&1-Konzerns an die Parameter der Transaktion anzupassen. Wesentliches Ziel dieser Umstrukturierungsmaßnahmen ist, dass Drillisch als Einlagegegenstand eine hundertprozentige Beteiligung am operativen Geschäft des „Access“ Segments der United Internet-Gruppe erwerben kann, ohne zugleich den von den Versatel-Gruppengesellschaften betriebenen Geschäftsbetrieb (mit Ausnahme des DSL-Privatkundengeschäfts) mit zu übernehmen. Die Umstrukturierungsmaßnahmen beinhalten im Wesentlichen drei Maßnahmen:

- Vollständiger Erwerb der mittelbaren Beteiligung an 1&1 Telecom GmbH
- „Carve-Out“ der Versatel-Gruppengesellschaften (im Folgenden „Carve-Out“)
- Beendigung Cash Pool im Verhältnis 1&1 zu den Versatel-Gruppengesellschaften.

Vollständiger Erwerb der mittelbaren Beteiligung an 1&1 Telecom GmbH

United Internet hat sich gegenüber Drillisch dazu verpflichtet, das von dem ursprünglichen 1&1-Konzern organisierte Segment „Access“ dergestalt umzustrukturieren, dass 1&1 nach Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I mittelbar alle Anteile an der 1&1 Telecom GmbH hält bzw. Zugriff auf die derzeit noch nicht von ihr gehaltenen 15 % des Stammkapitals der 1&1 Holding erhält.

Diese 15 % des Stammkapitals der 1&1 Holding sind Gegenstand einer von der 1&1 Telecom Service Holding Montabaur GmbH (im Folgenden „1&1 Montabaur“) gehaltenen Call-Option, die im Januar 2018 ausübbar wird, wobei der Anteil mit Gewinnbezugsrecht für abgelaufene Geschäftsjahre einschließlich des Geschäftsjahrs 2017 erworben wird. Vor diesem Hintergrund soll die 1&1 Montabaur als übertragender Rechtsträger auf die 1&1 SE als übernehmenden Rechtsträger nach Maßgabe des Umwandlungsgesetzes verschmolzen werden. Dies hat zur Folge, dass vorstehend genannte Call-Option auf die 1&1 SE übergeht und diese so Zugriff auf das gesamte Stammkapital der 1&1 Holding erhält. Im Business Combination Agreement hat sich United Internet ferner dazu verpflichtet, sicherzustellen, dass die Call-Option unverzüglich ausgeübt wird, sobald dies rechtlich möglich ist.

Der Verschmelzungsvertrag wurde vor Bekanntgabe der Transaktion unterzeichnet und die Hauptversammlung der 1&1 SE sowie die Gesellschafterversammlung der 1&1 Montabaur haben ihm zugestimmt. Im Business Combination Agreement hat sich die United Internet verpflichtet, für den Fall, dass die Verschmelzung nicht bis Ende 2018 vollzogen ist, Drillisch so zu stellen, als wäre die Verschmelzung erfolgt.

Carve-Out der Versatel-Gruppengesellschaften

Als Teil des United Internet-Konzerns hält die 1&1 SE derzeit noch alle Anteile an der Versatel Telecommunications GmbH (im Folgenden „Versatel GmbH“), die ihrerseits mittelbar oder unmittelbar sämtliche weiteren Versatel-Gruppengesellschaften hält. Da der Geschäftsbereich Versatel und damit von 1&1 bislang angebotene Business Lösungen wie das Sprach-, Daten- und Netzwerkgeschäft sowie das Infrastrukturgeschäft mit Unternehmen nicht Teil der Zusammenführung von 1&1 und Drillisch werden sollen, hat United Internet folgende Maßnahmen getroffen, um die Versatel-Gruppengesellschaften (mit Ausnahme des DSL-Massenkundengeschäfts) auf United Internet zu übertragen:

- Mit einer vor Bekanntgabe der Transaktion abgeschlossenen Strukturierungsvereinbarung (im Folgenden „Strukturierungsvereinbarung“) hat 1&1 SE unter der aufschiebenden Bedingung der Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I in das Handelsregister der Drillisch AG alle Anteile an der Versatel GmbH an die Versatel-Erwerbengesellschaft zu einem Kaufpreis von EUR 960,5 Mio. verkauft und abgetreten.
- Unter derselben vorstehend genannten aufschiebenden Bedingung hat die Versatel-Erwerbengesellschaft eine bestehende Darlehensforderung der 1&1 SE gegen ihre mittelbare Tochtergesellschaft 1&1 Versatel GmbH in Höhe von EUR 312,6 Mio. (im Folgenden „Gesellschafter-Darlehensforderung“) gegen Zahlung ihres Nominalbetrags gekauft und dinglich erworben.

Aufgrund der beiden letztgenannten Maßnahmen entstehen mit Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I ohne weitere Rechtshandlungen Kaufpreisansprüche der 1&1 SE für die Geschäftsanteile an der Versatel GmbH und die Gesellschafter-Darlehensforderung gegen die Versatel-Erwerbergesellschaft in einer Gesamthöhe von EUR 1.273,1 Mio. Diese sollen in Höhe eines Teilbetrages von EUR 157,9 Mio. durch Zahlung an die 1&1 erfüllt werden, wobei der Zahlungsanspruch bis zum 31. Januar 2018 gestundet ist. Im Übrigen sollen die Kaufpreise durch folgende Rechtshandlungen erfüllt werden, deren Rechtswirksamkeit bzw. Erfüllungswirkung in allen Fällen aufschiebend bedingt ist auf die Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I in das Handelsregister der Drillisch AG:

- Aufrechnung der Versatel-Erwerbergesellschaft in Höhe von EUR 400,2 Mio. mit einer gegen die 1&1 SE in dieser Höhe bestehenden Darlehensforderung. Diese Darlehensforderung stand ursprünglich der United Internet zu und wurde gemäß der Strukturierungsvereinbarung zum Zwecke der Aufrechnung in die Versatel-Erwerbergesellschaft eingebracht;
- Abtretung von der Versatel-Erwerbergesellschaft gegen die 1&1 Telecom Holding GmbH (im Folgenden „1&1 Holding“) in Höhe von EUR 534,4 Mio. zustehenden Darlehensforderungen an die 1&1 SE an Erfüllung statt, wodurch die abgetretenen Darlehensforderungen konzerninterne Verbindlichkeiten innerhalb des umstrukturierten 1&1-Konzerns werden. Diese Darlehensforderungen wurden gemäß der Strukturierungsvereinbarung von der United Internet in die Versatel-Erwerbergesellschaft eingebracht;
- Aufrechnung der Versatel-Erwerbergesellschaft mit einer Forderung in Höhe von EUR 95,0 Mio. gegen die 1&1 SE aus der Veräußerung des Privatkundengeschäfts der 1&1 Versatel Deutschland GmbH an die 1&1 Telecom GmbH. Diese Forderung stand ursprünglich der 1&1 Versatel Deutschland GmbH als Verkäuferin gegen die 1&1 Telecom GmbH als Käuferin zu. Sie wurde im Zuge einer vor Bekanntgabe der Transaktion abgeschlossenen Vereinbarung von der 1&1 Versatel Deutschland GmbH an die Versatel-Erwerbergesellschaft abgetreten. Auf Grund der gleichen Vereinbarung wurde die korrespondierende Verbindlichkeit der 1&1 Telecom GmbH von der 1&1 SE übernommen;
- Aufrechnung der Versatel-Erwerbergesellschaft in Höhe von EUR 85,6 Mio. mit einem entsprechenden Teilbetrag der gegen die 1&1 SE zum 12. Mai 2017 bestehenden Cash Pool-Forderung der United Internet, die die United Internet in Höhe des vorgenannten Teilbetrages gemäß der Strukturierungsvereinbarung in die Versatel-Erwerbergesellschaft eingebracht hat.

Den verbleibenden Teilbetrag der Cash Pool-Forderung der United Internet zum 12. Mai 2017 in Höhe von EUR 444,3 Mio. hat die United Internet in die 1&1 eingebracht. Zudem hat die United Internet die ihr gegen die 1&1 Montabaur zustehende Cash Pool-Forderung in Höhe von EUR 17,8 Mio. in die 1&1 Montabaur eingebracht. Beide Forderungseinbringungen erfolgten aufschiebend bedingt auf die Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I.

Nach Abschluss dieser Vorgänge stellt sich 1&1 (wie auch Drillisch) zum 12. Mai 2017 als unverschuldeter Konzern dar (cash-and-debt-free).

Beendigung Cash Pool im Verhältnis 1&1 zu den Versatel-Gruppengesellschaften

Darüber hinaus wurde der zwischen 1&1 und den Versatel-Gruppengesellschaften bestehende Cash Pool mit Wirkung zum 5. Mai 2017 beendet. Der im Zeitpunkt der Beendigung bestehende Saldo zugunsten der Versatel-Gruppengesellschaften wurde im Kaufpreis für die Geschäftsanteile der Versatel-Gruppengesellschaften berücksichtigt. Die Cash Pool-Forderungen der Versatel-Gruppengesellschaften werden durch 1&1 erfüllt.

1.4. Wertrelationen und Austauschverhältnis

Der Transaktion liegt eine vom Vorstand der Drillisch AG festgelegte Wertrelation zugrunde, die für die Drillisch AG von einem Preis je Aktie von EUR 50,00 sowie einer (durch die Wandelanleihe verwässerten) Aktienanzahl von 59.764.649 Drillisch-Aktien ausgeht. Der sich auf dieser Basis ergebende Wert des Eigenkapitals der Drillisch AG beläuft sich demnach auf EUR 2.988 Mio. Für die 1&1 SE hat der Vorstand der Drillisch AG einen Wert des Eigenkapitals von EUR 5.850 Mio. festgelegt, so dass sich für die Transaktion eine Wertrelation von rd. 1:1,96 sowie ein Austauschverhältnis der Aktien von 967 Drillisch-Aktien für eine 1&1-Aktie (967:1) ergibt.

Aufgrund des zeitlichen Auseinanderfallens von Sachkapitalerhöhung I und Sachkapitalerhöhung II verändert sich das Werteverhältnis durch die Berücksichtigung der Effekte der Sachkapitalerhöhung I zum Datum der außerordentlichen Hauptversammlung am 25. Juli 2017. So führt die Einlage der 9.372 1&1-Aktien in die Drillisch AG zu einer Vermögensmehrung und folglich zu einer Erhöhung des Wertes des Eigenkapitals der Drillisch AG um rd. EUR 453 Mio. auf rd. EUR 3.441 Mio. bei gleichzeitiger Konstanz des Wertes des Eigenkapitals der 1&1 SE. Die daraus resultierende Wertrelation zum 25. Juli 2017 beläuft sich demnach auf 1:1,70. Das Austauschverhältnis der Aktien von 967:1 bleibt durch die Sachkapitalerhöhung I unberührt.

Zusammenfassend ergeben sich zu den beiden Bewertungsstichtagen folgende Wertrelationen bzw. Austauschverhältnisse:

Übersicht Wertrelation und Austauschverhältnis zum 12. Mai 2017

		Drillisch	1&1	Wert- relation	Austausch- verhältnis
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	2.988	5.850	1 : 1,96	
Anzahl Aktien	Stück	59.764.649	121.000		
Wert je Aktie	EUR	50	48.347		967 : 1

Übersicht Wertrelation und Austauschverhältnis zum 25. Juli 2017

		Drillisch	1&1	Wert- relation	Austausch- verhältnis
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	3.441	5.850	1 : 1,70	
Anzahl Aktien	Stück	68.826.818	121.000		
Wert je Aktie	EUR	50	48.347		967 : 1

2. MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD

Vor dem Hintergrund der strategischen Ausrichtung von Drillisch und 1&1 und der einzelnen Segmente sowie der ökonomischen Situation wird im nachfolgenden Kapitel das Markt- und Wettbewerbsumfeld von Drillisch und 1&1 analysiert. Zukünftige Marktaussichten und Aussichten auf die Wettbewerbssituation lassen Rückschlüsse auf zukünftige Erträge und Cashflows zu. Dabei ist das regulatorische und gesetzliche Umfeld sowie dessen Veränderung von besonderer Bedeutung.

2.1. Makroökonomische Situation und Ausblick

Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zu den Bewertungsstichtagen und der zukünftigen Entwicklung von Drillisch und 1&1 ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung über die weitere wirtschaftliche Entwicklung erforderlich.

Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsproduktes (im Folgenden „BIP“) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevanten Regionen. Da Drillisch und 1&1 ihre Umsatzerlöse ausschließlich in Deutschland erzielen, wird der Fokus hierauf gelegt. Im Wesentlichen wird dabei auf die im Folgenden dargestellten Informationen des Internationalen Währungsfonds (im Folgenden „IWF“) abgestellt:¹

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prognose			
									2017	2018	[...] 2022	
Welt	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,4	3,5	3,4	3,1	3,5	3,6	[...]	3,8
USA	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,3	2,5	[...]	1,7
Euroraum	-4,5	2,1	1,5	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,7	1,7	1,6	[...]	1,5
Deutschland	-5,6	4,0	3,7	0,7	0,6	1,6	1,5	1,8	1,6	1,5	[...]	1,2

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2017

Ähnlich wie im Vorjahr ist die globale Wirtschaftsleistung im Jahr 2016 um moderate 3,1% gewachsen. Dieses relativ konstante globale Wachstum spiegelt einerseits die höheren Wachstumszahlen in den Industrieländern und andererseits die abflauenden Steigerungsraten der aufstrebenden Volkswirtschaften wider. Nichtsdestotrotz ist das Wachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften² (2016: 4,1%) noch weit über jenen der Industriestaaten (2016: 1,7%). Für das Jahr 2017 wird eine moderate Steigerung der globalen Wirtschaft von 3,5% erwartet.

Dabei ist das Wirtschaftswachstum auch von politischen Ereignissen wie dem EU-Austritt Großbritanniens und möglicher protektionistischer Wirtschaftspolitik u.a. der amerikanischen Regierung beeinflusst. Zudem könnte sich eine Verwässerung der Finanzregulierung negativ auf die globale Weltwirtschaft auswirken. Hieraus resultiert das Risiko neuer Krisen. Da Deutschland stark in die globale Weltwirtschaft integriert ist, würden sich diese auch auf die deutsche Wirtschaft auswirken. Kurzfristig sieht der IWF jedoch eine Verbesserung der Weltkonjunktur.

¹ Vgl. im Folgenden International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2016.

² Z.B. BRIC-Staaten.

Deutschland

Auch die deutsche Wirtschaft wuchs im Jahr 2016 mit einer Wachstumsrate von 1,8%. Dieser solide Aufschwung dürfte sich im laufenden Jahr fortsetzen. Der IWF erwartet ein reales Wachstum des deutschen BIPs von 1,6% im Jahr 2017, während die Deutsche Bundesbank von 1,8%³ ausgeht. Dieses Wachstum wird hauptsächlich von einer robusten Binnennachfrage, einem stabilen Arbeitsmarkt und steigenden Haushaltseinkommen getrieben. Auch der positive Effekt durch steigende Exporte dürfte in den nächsten Jahren wieder zunehmen.⁴ In seiner Langzeitprognose geht der IWF für Deutschland von einer Wachstumsrate von 1,2% für das Jahr 2022 aus.

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld wird darüber hinaus durch die Entwicklung des Verbraucherpreisindizes beeinflusst:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prognose			
									2017	2018	[...]	2022
Euroraum	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,7	1,5	[...]	1,9
Deutschland	0,2	1,1	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	2,0	1,7	[...]	2,4

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2017

Im Verlauf des vergangenen Jahres ist die Inflationsrate erstmals wieder leicht angestiegen. Diese Tendenz scheint sich im Jahr 2017 fortzusetzen. Nach einem starken Rückgang der Teuerungsrate bis zum Jahr 2016 prognostiziert der IWF einen Preisanstieg von rd. 1,7% im Euroraum für das Gesamtjahr 2017. Trotz der aktuell andauernden Niedrigzinspolitik liegen diese Werte etwas unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (im Folgenden „EZB“) von rd. 2,0%. In der Langzeitprognose wird jedoch wieder ein Aufwärtstrend der Inflationsrate erwartet. Ab dem Jahr 2017 soll die Inflationsrate lt. den Prognosen erneut jährlich ansteigen und bis zum Jahr 2022 ein Niveau von rd. 1,9% im Euroraum erreichen. Im Allgemeinen besitzt jedoch auch für Deutschland die von der EZB ausgesprochene Zielmarke von rd. 2,0% weiterhin ihre Gültigkeit.

Insgesamt können auf Basis der makroökonomischen Analysen in den kommenden Jahren reale Wachstumsraten von rd. 1,0% sowie jährliche Preissteigerungen von rd. 2,0% in den relevanten Absatzmärkten von Drillisch und 1&1 erwartet werden. Hierbei sollte man sich möglicher zukünftiger Krisenphasen und exogener Schocks bewusst sein, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen enthalten sind und die Wachstumserwartungen dämpfen könnten.⁵

Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird für Drillisch und 1&1 die wirtschaftliche Lage der Telekommunikationsbranche analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branche ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen nominalen Wachstumspotentials von Drillisch und 1&1.

³ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Dezember 2016.

⁴ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Dezember 2016.

⁵ Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird in den Kapiteln 5.4.2 und 6.4.2 zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts wieder aufgegriffen.

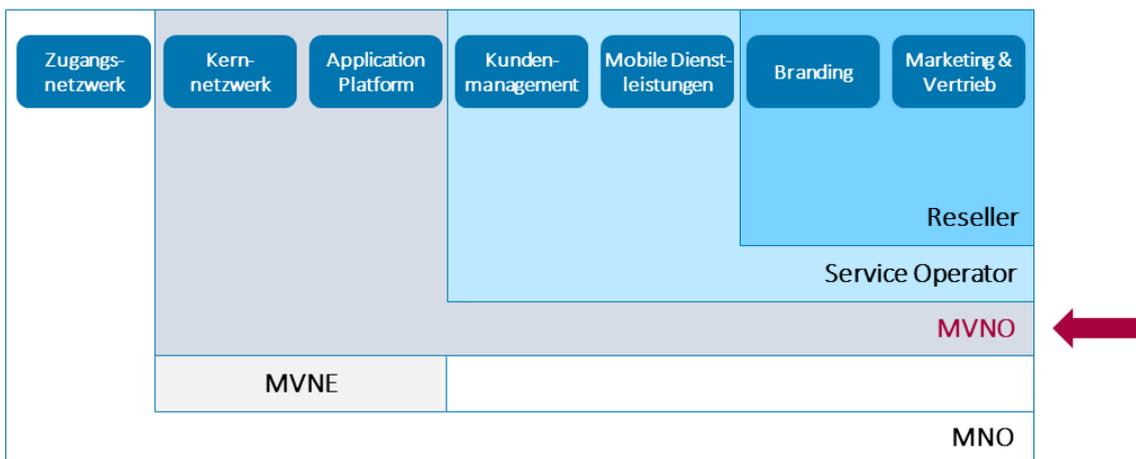
2.2. Entwicklung des Telekommunikationsmarkts in Deutschland

Im Folgenden wird der deutsche Telekommunikationsmarkt betrachtet, um eine Einordnung der Bewertungsobjekte Drillisch AG und 1&1 SE bzgl. ihrer jeweiligen Marktposition und des Wettbewerbsumfelds vornehmen zu können. Auf Basis historischer Entwicklungen, der aktuellen Marktsituation und verfügbarer Prognosen können Schlussfolgerungen für die sich anschließenden SWOT-Analysen abgeleitet werden. Sowohl Drillisch als auch 1&1 sind im deutschen Mobilfunkmarkt als Mobile Virtual Network Operator („MVNO“) aktiv, 1&1 ist zusätzlich als Breitband-Internet- und Breitband-Telefonie-Anbieter im Festnetzmarkt tätig. Der Telekommunikationsmarkt kann grundsätzlich in Mobilfunkmarkt und Festnetzmarkt unterteilt werden, wobei der Festnetzmarkt alle leitungsgebundenen Telekommunikationsdienstleistungen beinhaltet. Im Folgenden wird zunächst der deutsche Mobilfunkmarkt und anschließend den deutschen Festnetzmarkt analysiert.

2.2.1. Mobilfunkmarkt

Marktsegmentierung

Klassifizierung der Marktteilnehmer im Mobilfunkmarkt



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: <http://www.bequick.com/blog/understanding-the-three-types-of-mvnos>

Die Anbieter von Mobilfunkdienstleistungen können in Mobile Network Operator („MNO“), Mobile Virtual Network Enabler („MVNE“) und MVNO unterteilt werden. Während ein MNO als Komplettanbieter von Mobilfunkdienstleistungen über eigene Sendelizenzen und Netzinfrastruktur verfügt, beziehen MVNOs als virtuelle Netzwerkbetreiber ohne eigene Infrastruktur die Mobilfunkleistungen als Vorleistungen von einem MNO und vermarkten diese im eigenen Namen an Endkunden. Ein MVNE verfügt ebenso wie ein MVNO nicht über eine eigene Netzinfrastruktur, betreibt jedoch auch kein Endkundengeschäft. Wie in der obigen Grafik angedeutet, ist ein MVNE nur im B2B-Geschäft tätig und stellt keine direkten Dienstleistungen für den Endkunden zur Verfügung.

Bei weiterer Analyse des Mobilfunkmarktes ist zwischen einem MVNO, einem Service Operator und einem Reseller zu unterscheiden. Ein MVNO schließt eine Netznutzungsvereinbarung mit einem MNO ab und erlangt über einen Bitstromzugang Zugriff auf das Telekommunikationskernnetzwerk, während die Funktionsherrschaft bei dem jeweiligen MNO verbleibt. Dies ermöglicht einem MVNO, die Endkundertarife und angebotenen Dienste flexibler als ein Service Operator zu gestalten. Im

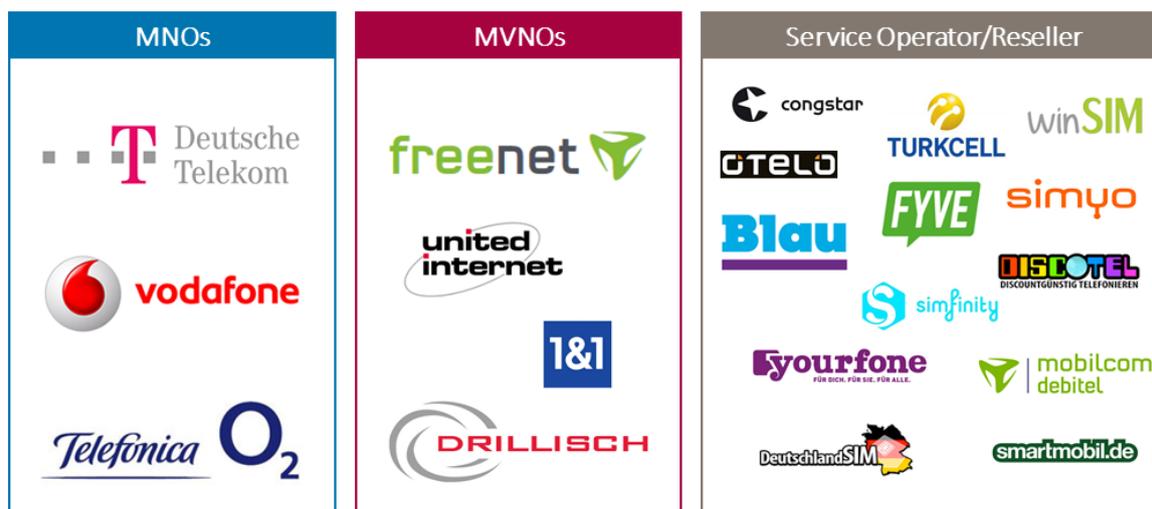
VALUETRUST

Gegensatz zu einem MVNO erhält ein reiner Service Operator keinen direkten Zugang zur Netzinfrastruktur, sondern bietet lediglich Telekommunikationsdienstleistungen des jeweiligen Netzbetreibers im eigenen Namen und auf eigene Rechnung gegenüber dem Endkunden an. Der Service Operator verfügt meist über ein eigenes Kundenmanagement und kann eigene mobile Dienstleistungen, wie z.B. Mobile Payment Services anbieten. Nochmals abzugrenzen ist ein Reseller, der ausschließlich den Vertrieb und das Marketing eigens gebrandeter SIM-Karten auf fremde Rechnung übernimmt.

Grundsätzlich bietet sich einem MVNO Segmentierungs- und Differenzierungspotential entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Mobilfunkmarkt mit Ausnahme der Netzinfrastruktur. MVNOs verfolgen häufig das Ziel, sich als „No-Frills“⁶ Anbieter am Markt zu etablieren und fahren oftmals eine Strategie der Kostenführerschaft. Eine andere Möglichkeit sich von den Wettbewerbern zu differenzieren besteht z.B. darin, reine Datentarife anzubieten.

Im deutschen Mobilfunkmarkt stehen beide Gesellschaften mit MNOs, anderen MVNOs und auch mit Service Operator im Wettbewerb. MVNEs sind im deutschen Markt nicht tätig. MNOs treten sowohl als Wettbewerber im Endkundengeschäft auf, stellen jedoch beiden Gesellschaften auch Vorleistungen zur Verfügung.

Die folgende Übersicht zeigt ausgewählte Marktteilnehmer segmentiert nach MNOs, MVNOs und Service Operator/Reseller:



Im deutschen Markt existieren mit der Deutschen Telekom AG („Telekom“), Vodafone GmbH („Vodafone“) und Telefónica Germany GmbH & Co. OHG („Telefónica“ bzw. „O2“) drei MNOs. Bis Ende 2014 war mit der E-Plus Mobilfunk GmbH („E-Plus“) noch ein vierter MNO am deutschen Mobilfunkmarkt vertreten. Im Zuge der Übernahme von E-Plus durch Telefónica am 1. Oktober 2014 entstand der, gemessen an der Kundenzahl, größte deutsche MNO. Mit dieser Transaktion waren

⁶ „No-frills“ steht für Maßnahmen zur Kostensenkung. Durch Weglassen von nicht essenziellen Teilen der Mobilfunkdienstleistung können niedrigere Verkaufspreise angeboten werden. Beispielhaft können die ausschließliche Abwicklung über das Internet oder der Verzicht auf subventionierte Mobiltelefone genannt werden.

wettbewerbsrechtliche Auflagen verbunden, welche maßgeblich die Marktpositionierung von MVNOs beeinflusst hat.

Ebenso sind mit Drillisch, 1&1 und der Freenet AG (im Folgenden „Freenet“) drei MVNOs im deutschen Markt vertreten. Freenet ist hauptsächlich mit den Marken mobilcom-debitel und klarmobil.de am Markt aktiv. MVNOs sind grundsätzlich von der Netzqualität der MNOs mit denen sie Nutzungsverträge abgeschlossen haben abhängig. Freenet bietet eigene Endkundenverträge in allen Netzen an, vermarktet jedoch auch Endkundentarife der MNOs. Drillisch und 1&1 nutzen das Vodafone- und das O2-Netz, wobei Drillisch zukünftig hauptsächlich auf das O2-Netz zuzugreifen plant.

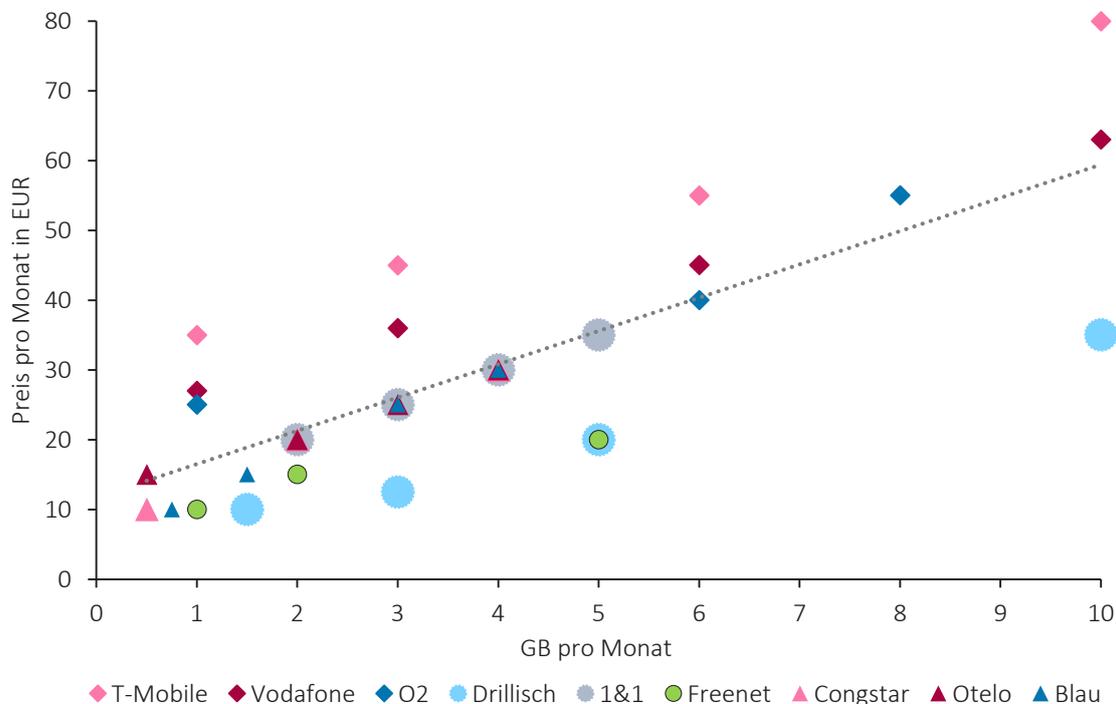
Neben den MNOs und MVNOs existieren eine Vielzahl von Service Operator und Reseller, die in einem individuellen Integrationsgrad die Leistungen der MNOs und MVNOs vermarkten. Die obige Grafik zeigt ausgewählte Service Operator und Reseller, wobei die Auflistung aufgrund der hohen Anzahl an Service Operator und Resellern nicht vollständig sein kann. Service Operator und Reseller sind meist Tochterunternehmen oder Submarken der MNOs oder MVNOs. Beispielhaft können Congstar (Telekom), Otelo (Vodafone) und Blau (Telefónica) genannt werden.

Die einzelnen Anbieter differenzieren sich in der Vertragsgestaltung im Wesentlichen durch unterschiedliche Zahlungsmodalitäten und den Kosten für die Telekommunikationsdienstleistungen Sprachtelefonie, Kurznachrichten und Daten. Zu unterscheiden sind Prepaid- und Postpaid-Angebote. Bei einem Prepaid-Tarif zahlt der Kunde vorab einen Betrag auf ein Guthabenkonto und kann diesen Betrag danach für die unterschiedlichen Telekommunikationsdienstleistungen nutzen. Postpaid-Angebote enthalten demgegenüber üblicherweise eine zweijährige vertragliche Verpflichtung zur Zahlung der genutzten Telekommunikationsdienstleistungen auf Basis einer monatlichen Abrechnung. Postpaid-Tarife enthalten aktuell üblicherweise eine Grundgebühr, die bestimmte Leistungen inkludiert. Weitere Leistungen werden individuell abgerechnet.

Die nachfolgende Grafik zeigt einen Ausschnitt des aktuellen Postpaid-Tarifangebots für Endkunden (Stand: 30. März 2017) der deutschen MNOs und MVNOs sowie von ausgewählten Service Operator bzw. Reseller. Da Endkundentarife im aktuellen Marktumfeld überwiegend Flatrates für Sprache und Kurznachrichten enthalten, werden jeweils verschiedene Tarifangebote in Abhängigkeit des

Datenvolumens und des monatlichen Tarifpreises (aktuelle Sonderaktionen werden nicht berücksichtigt) abgebildet:

Monatlicher Preis vs. GB pro Monat



Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Analyse

Das Preis-/Leistungsverhältnis gemessen am monatlichen Preis pro GB Datenvolumen verdeutlicht die Segmentierung des Mobilfunkmarktes zwischen MNOs, MVNOs und Service Operator/Reseller. Der Preis pro GB liegt bei der Telekom, Vodafone und Telefónica am höchsten. Gefolgt werden die Angebote von den Service Operator/Reseller (beispielhaft: Congstar, Otelo, Blau) sowie 1&1. Die MVNOs Freenet und Drillisch unterbieten die Preise der Service Operator/Reseller je GB pro Monat nochmals, wobei Drillisch das beste Preis- Leistungsverhältnis gemessen an GB pro EUR pro Monat aufweist. Drillisch bietet beispielsweise über die Marke simply ein monatliches Datenvolumen von 3 GB für EUR 12,49 an, während z.B. die Telekom für einen Tarif mit einem derartigen Datenvolumen EUR 44,95 berechnet. Drillisch bietet aktuell als einziger Anbieter neben den MNOs auch Tarife mit sehr hohem Datenvolumen an.

Neben dem Datenvolumen ist jedoch auch die Übertragungsgeschwindigkeit (Bandbreite) ein Differenzierungsmerkmal der angebotenen Endkundentarife:

Maximal angebotene Datengeschwindigkeiten nach Mobilfunkdienstleister



Quelle: Unternehmenswebsites, eigene Analyse

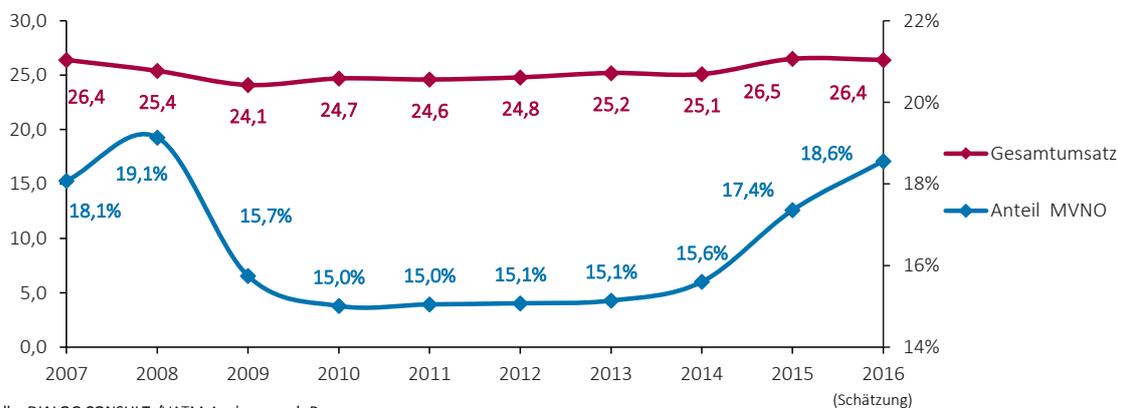
MNOs bieten in allen ihren Tarifen deutlich höhere maximale Datengeschwindigkeiten⁷ an. Drillisch bietet mit bis zu 225 Mbit/s und durchgängig 50 Mbit/s in allen Tarifen die schnellsten Tarife unter Nicht-MNOs. Manche Anbieter (Freenet, Otelo, 1&1 und Congstar) differenzieren die Datengeschwindigkeit zusätzlich je nach Tarif.

Verteilung der Marktanteile im deutschen Mobilfunkmarkt

Die Marktgröße des deutschen Mobilfunkmarkts ist in den letzten zehn Jahren nahezu unverändert geblieben:

Entwicklung des Umsatzerlöses im Mobilfunkmarkt in Deutschland

(Außenumsätze in EUR Mrd.)

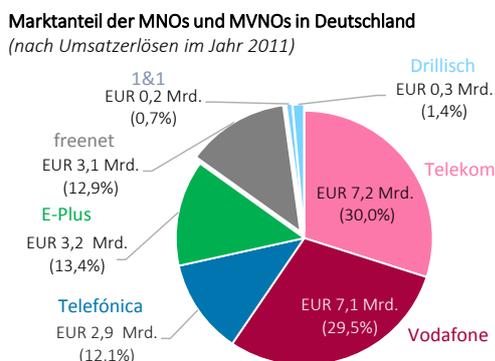


Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

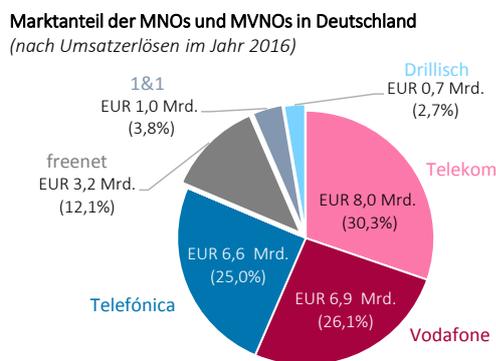
Der Marktanteil der MVNOs ist gleichzeitig seit 2014 deutlich um absolut ca. 3 Prozentpunkte angestiegen, nachdem diese seit 2010 mit etwa 15% auf einem konstanten Niveau waren. Dies kann durch die Übernahme von E-Plus durch Telefónica im Jahr 2014 begründet werden. Zum einen fiel mit E-Plus der MNO aus dem Markt, der zuvor die Kostenführerschaft inne hatte, so dass sich die Möglichkeiten der MVNOs sich über den Preis zu differenzieren vergrößerten. Zum anderen stärkte die EU-Wettbewerbskommission durch Auflagen bzgl. der Übernahme von E-Plus durch Telefónica explizit die Marktposition von MVNOs in Deutschland.

⁷ Zu ergänzen ist, dass es sich bei der angegebenen Datengeschwindigkeit immer um eine Maximalgeschwindigkeit handelt und die tatsächliche Datengeschwindigkeit von der lokalen Netzinfrastruktur abhängig ist.

Der Gesamtmarkt teilt sich unter den einzelnen MNOs und MVNOs nach Umsatzerlösen folgendermaßen auf⁸:



Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen; eigene Analyse



Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen; eigene Analyse

Die Umsatzerlöse im deutschen Mobilfunkmarkt beliefen sich im Jahr 2016 auf EUR 26,4 Mrd.⁹ Die MNOs erzielten dabei einen Anteil von 81,4%, wobei die Telekom mit EUR 8,0 Mrd. (30,3%) die höchsten Umsatzerlöse verzeichnete. Die MVNOs haben im Jahr 2016 einen umsatzbezugenen Marktanteil von ca. 18,6%.¹⁰ Freenet erzielte EUR 3,2 Mrd. Umsatzerlöse und verzeichnete damit mit 12,1% der Umsatzerlöse den größten Marktanteil unter den MVNOs, während 1&1 3,8% und Drillisch 2,7% Marktanteile verzeichnen konnten.

Am deutlichsten sticht der Wegfall von E-Plus und der gleichzeitige Anstieg des Marktanteils der Telefónica hervor. 1&1 ist erst seit Mitte des Jahres 2010 am Mobilfunkmarkt aktiv, so dass der Marktanteil im Jahr 2011 nur bei 0,7% lag. Bei Drillisch ist ein deutlicher Anstieg des Marktanteils von 1,4% im Jahr 2011 auf 2,7% im Jahr 2016 festzustellen. 1&1 und Drillisch konnten insbesondere durch eine aggressive Preispolitik Marktanteile hinzugewinnen.

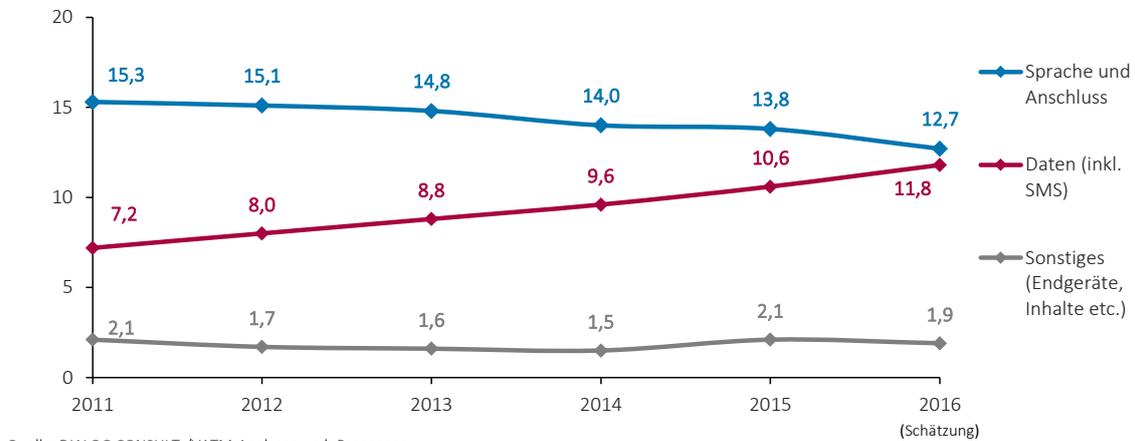
⁸ Die Summe der Umsatzerlöse der Marktanteile der MNOs und MVNOs weicht leicht von der zuvor dargestellten historischen Entwicklung der Gesamtumsatzerlöse auf IST-Werten basiert, wohingegen die hier dargestellten Umsatzerlöse jeweils Schätzungen für die Umsatzerlöse des jeweiligen Geschäftsjahres enthalten.

⁹ Schätzung Dialog Consult und VATM.

¹⁰ Schätzung Dialog Consult und VATM.

Eine nähere Betrachtung der einzelnen Umsatzerlösbestandteile zeigt, dass der auf Datendienste entfallende Umsatzerlösanteil in den letzten Jahren stark angestiegen ist:

Umsatzerlösaufteilung nach Daten, Sprache und Sonstiges
(in EUR Mrd.)

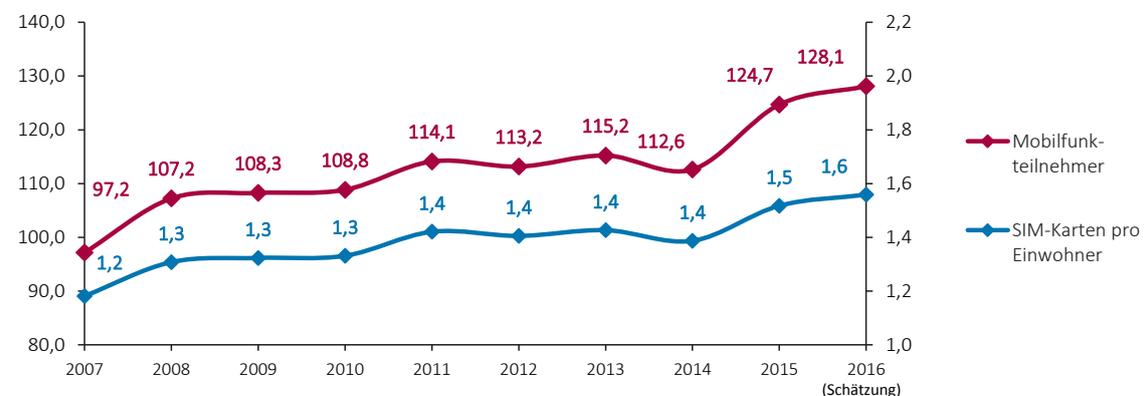


Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Nach Schätzungen beträgt der auf Datendienste entfallende Umsatzerlösanteil im Jahr 2016 EUR 11,8 Mrd. und entspricht somit 44,7% der gesamten Umsatzerlöse. Der auf Sprachdienste entfallende Anteil ist mit EUR 12,7 Mrd. nur noch unwesentlich höher. Über die letzten 6 Jahre verzeichnete der auf Sprachdienste entfallende Umsatzerlösanteil ein negatives jährliches Wachstum von 3,1%, wohingegen die auf Datendienste entfallende Umsatzerlöse jährlich um 8,6% gestiegen sind. Folglich lässt sich trotz des stagnierten Gesamtumsatzerlöses in den letzten 10 Jahren eine dynamische Entwicklung der einzelnen Umsatzbestandteile feststellen, wobei die Datenübertragung an Bedeutung gewinnt. Als Gründe für diese Entwicklung können die steigende Verbreitung des Smartphones und die ansteigende Nutzung von Datentelefonie- bzw. Videotelefonie-Diensten sowie die Nutzung mobiler Videoinhalte genannt werden (siehe spätere Ausführungen zu Nutzerverhalten).

Gemessen an der Zahl der aktivierten SIM-Karten ist der deutsche Mobilfunkmarkt in den vergangenen 10 Jahre gewachsen:

Entwicklung der Mobilfunkteilnehmer in Deutschland
(nach Zahl der aktivierten SIM-Karten)



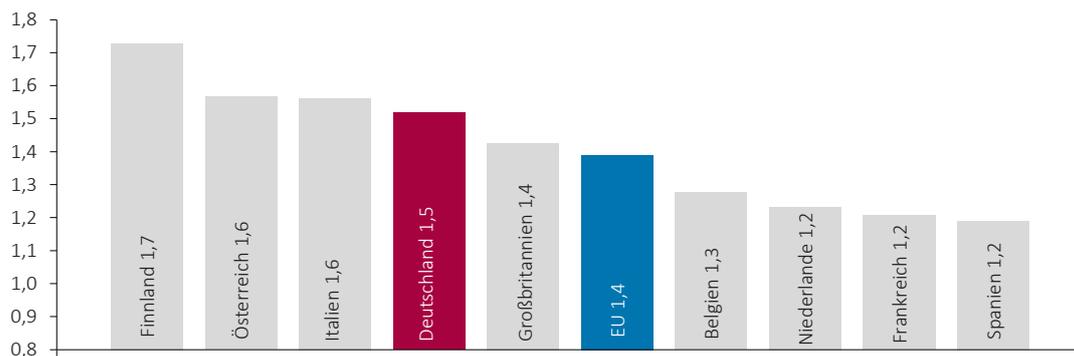
Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen und BNetzA

In der Grafik ist zu erkennen, dass die Anzahl der aktivierten SIM-Karten in Deutschland von 97,2 Mio. im Jahr 2007 auf 128,1 Mio. im Jahr 2016 angestiegen ist. Statistisch gesehen verfügte damit jeder Deutsche im Jahr 2016 über durchschnittlich ca. 1,6 SIM-Karten. Die dargestellte Entwicklung ist jedoch mit Vorsicht zu betrachten, da die unternehmensindividuelle Ausbuchung von nicht-aktiven SIM-Karten seitens der MNOs die Entwicklung beeinflussen kann. Ein Rückgriff auf die Daten der deutschen BNetzA zeigt, dass die Anzahl der aktiven SIM-Karten¹¹ in der Gesamtbetrachtung durchschnittlich ca. 4 bis 6 Mio. unterhalb der Anzahl der aktivierten SIM-Karten liegt.¹² Weiterhin kommt der starke Anstieg im Jahr 2015 durch eine geänderte Berücksichtigung der Vodafone-Kundenzahlen zu Stande. Hier wurden ab dem Jahr 2015 auch die Vermarktungspartner (MVNO, Service Operator, Reseller) berücksichtigt.¹³ Insgesamt ist dennoch ein Anstieg der Nutzerzahlen feststellbar.

Deutschland befindet sich bzgl. der Anzahl der SIM-Karten je Einwohner mit 1,5 im Jahr 2015 leicht über dem europäischen Durchschnitt von 1,4. Der Vergleich mit Finnland legt jedoch Nahe, dass ein weiteres leichtes Wachstum der Anzahl der SIM-Karten pro Einwohner nicht auszuschließen ist:

Europäischer Vergleich der durchschnittlichen Anzahl an SIM-Karten

(pro Einwohner im Jahr 2015)



Quelle: European Commission Digital Scoreboard, DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Die Analyse der Marktsituation von vor 5 Jahren zeigt, dass sich bei den prozentualen Nutzerzahlen keine signifikanten Veränderungen ergeben haben mit der Ausnahme, dass der zuvor auf E-Plus entfallende Marktanteil nun auf die Telefónica entfällt. Die nachfolgende Grafik zeigt den Marktanteil der MNOs gemessen an der Zahl der aktivierten SIM-Karten für das Jahr 2016, wobei MVNOs

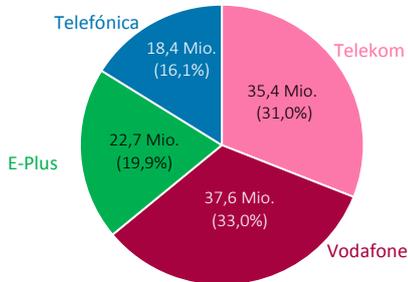
¹¹ Eine SIM-Karte gilt als aktiv, wenn sie in den letzten drei Monaten zur Kommunikation genutzt wurde oder wenn für ihre potentielle Nutzung in diesem Zeitraum eine Rechnung gestellt wurde.

¹² Vgl. Bundesnetzagentur Jahresbericht 2015 S.58.

¹³ Vgl. Dialog Consult / VATM (2016) S.25.

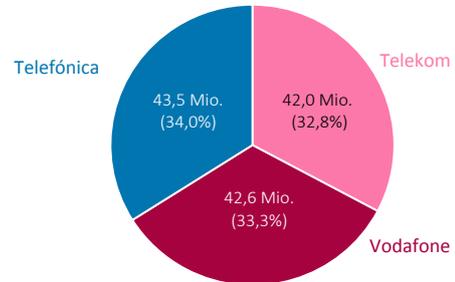
und Service Provider bzw. Reseller in Abhängigkeit der genutzten Netzinfrastruktur dem jeweiligen MNO zugeordnet wurden:

Marktanteil der Mobilfunknetzbetreiber in Deutschland
(nach Zahl der aktivierten SIM-Karten im Jahr 2011)



Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Marktanteil der Mobilfunknetzbetreiber in Deutschland
(nach Zahl der aktivierten SIM-Karten im Jahr 2016)

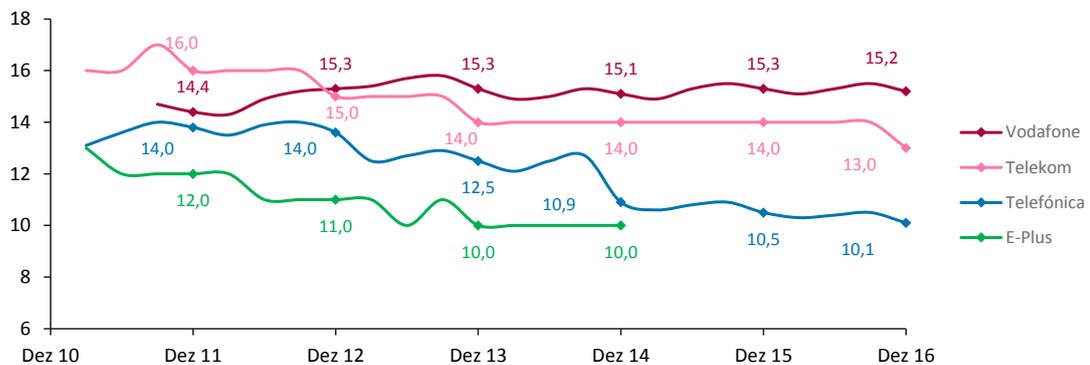


Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Es wird deutlich, dass sich der Markt im Jahr 2016 gemessen an der Zahl der SIM-Karten nahezu gleichmäßig zwischen den MNOs aufteilt, wobei Telefónica mit 43,5 Mio. die höchste Anzahl aktivierter SIM-Karten besitzt.

Die stagnierenden Umsatzerlöse bei steigenden Nutzerzahlen bzw. SIM-Karten lassen auf insgesamt fallende Preise schließen. Um dies genauer zu untersuchen, werden im Folgenden die Umsatzerlöse pro Kunde (*Average Revenue per User*; „ARPU“) der MNOs und MVNOs betrachtet. Die folgende Grafik stellt zunächst die Entwicklung des ARPU in der Gesamtbetrachtung dar, d.h. keine Differenzierung zwischen Postpaid-Kunden und Prepaid-Kunden:

ARPU (Gesamt) pro Monat der MNOs
(in EUR)



Quelle: Statista, Geschäftsberichte

Per Ende 2016 erzielten Vodafone (EUR 15,2) und die Telekom (EUR 13,0) insgesamt die höchsten Umsatzerlöse pro Kunde. Telefónica verzeichnet mit EUR 10,1 einen deutlich geringeren ARPU als die beiden anderen MNOs. Bis zur Übernahme durch die Telefónica erzielte E-Plus den geringsten ARPU, folglich kann der deutliche Rückgang Ende 2014 durch die Konsolidierung der E-Plus Umsatzerlöse und Kunden begründet werden.¹⁴ Insgesamt ist im Zeitverlauf ein leicht negativer Verlauf

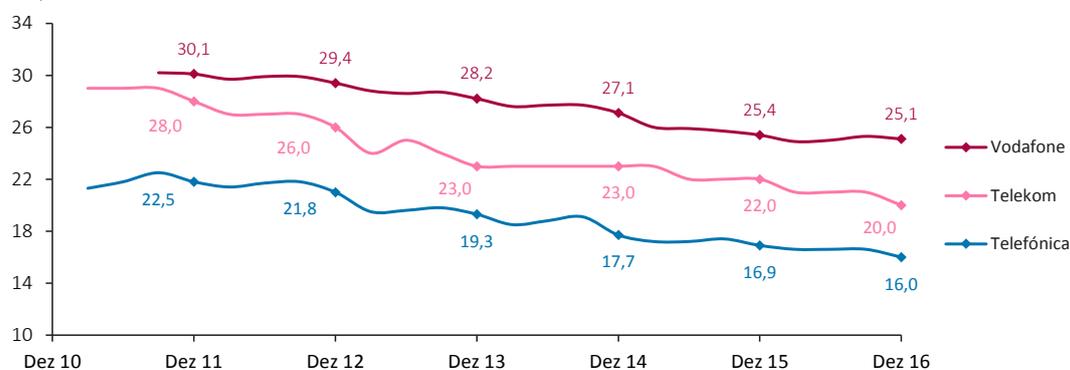
¹⁴ Vgl. Telefónica Geschäftsbericht 2014 S.48.

des ARPU zu erkennen. Dies bestätigt die vorherige Beobachtung stagnierender Gesamtumsatzerlöse bei steigender Nutzerzahl.

Eine tiefergehende Analyse der ARPU-Bestandteile ermöglicht die Unterscheidung zwischen Postpaid und Prepaid. Der ARPU im Postpaid-Bereich ist wesentlich höher als im Prepaid-Bereich. Prepaid-Angebote richten sich primär an Geringnutzer. Dies spiegelt sich auch in dem Prepaid-ARPU wider, die Ende des Jahres 2016 zwischen EUR 3,0 und EUR 5,6 lagen. Dieser signifikante Unterschied des Postpaid-ARPU im Vergleich zu dem Prepaid-ARPU begründet zugleich den strategischen Fokus der MNOs und MVNOs auf den Postpaid-Bereich. Insgesamt betrug der Anteil der Prepaid-Kunden im Jahr 2016 jedoch weiterhin nahezu 50% der Gesamtkundenzahl der MNOs, wobei eine rückläufige Entwicklung festzustellen ist.

Die folgende Grafik bildet die Entwicklung des Postpaid-ARPU ab:

ARPU (Postpaid) pro Monat der MNOs
(in EUR)



Quelle: Statista, Geschäftsberichte

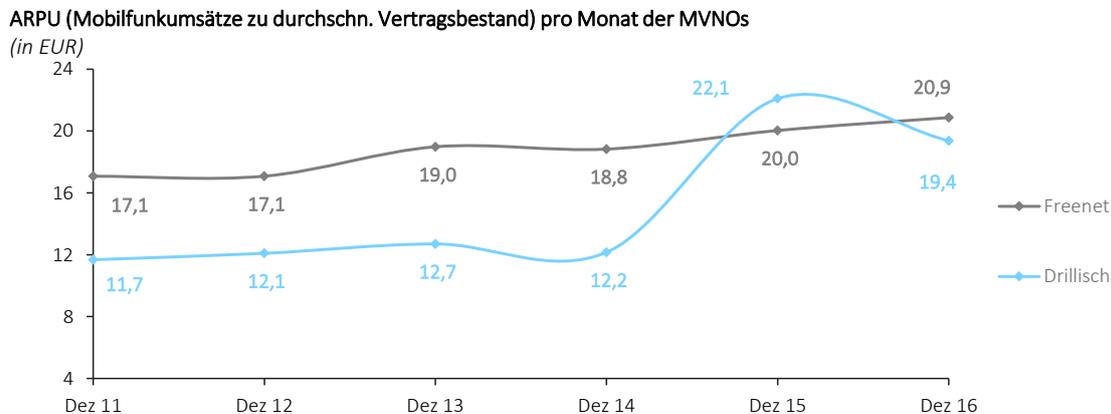
Die rückläufige Entwicklung des ARPU in der Gesamtbetrachtung ist folglich vor allem durch den abnehmende ARPU im Postpaid-Bereich zu begründen ist¹⁵. Der rückläufigen Postpaid-ARPU kann wiederum durch mehrere Faktoren begründet werden. Einerseits führt die aggressive Preisgestaltung der MVNOs, Service Operator und Reseller im Niedrigpreissegment zu möglichen Spillover-Effekten in das höherpreisige Angebot der MNOs.¹⁶ Andererseits zielen Regulierungsänderungen bzgl. des Roamings und des Terminierungsentgeltes auf niedrigere Endkundenpreise ab, was wiederum zu rückläufigen Umsatzerlösen führt.¹⁷

¹⁵ Der jeweils dargestellten ARPU entstammt den jeweiligen Geschäftsberichten. Die Berechnungsmethodik kann somit möglicherweise je nach Unternehmen unterschiedlich sein. Weiterhin ist die Entwicklung des jeweiligen ARPU nicht mit dem zuvor dargestellten Tarifangebot abstimbar, da nur ein Ausschnitt aus den aktuell verfügbaren Endkundentarifen abgebildet und Sonderaktionen nicht berücksichtigt wurden.

¹⁶ Vgl. Barclays (2016) S.9.

¹⁷ Vgl. Telefónica Geschäftsbericht 2016 S.53.

Die Entwicklung des ARPU pro Monat der MVNOs auf Basis von öffentlich zugänglichen Informationen zeigt einen unstetigeren Verlauf, wobei die abgebildete Entwicklung aufgrund von Einschränkungen in der Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle mit Vorsicht zu betrachten ist:



Quelle: Eigene Berechnung, Geschäftsberichte

Der ARPU von Freenet ist ansteigend aufgrund der Abnahme von Prepaid-Kunden und der Zunahme von Postpaid-Kunden. Der Anteil der Postpaid-Kunden steigerte sich von 51,6% im Jahr 2011 auf 79,0% im Jahr 2016. Wie bereits zuvor erläutert, liegt der ARPU im Postpaid-Bereich grundsätzlich höher als im Prepaid-Bereich. Historisch weist Drillisch einen deutlich geringeren ARPU als Freenet aus. Dies ist mit dem historisch größeren Anteil des Vermittlungsgeschäfts und des Prepaid-Geschäfts am Gesamtgeschäft zu begründen. In den Jahren 2015 und 2016 erfolgte eine strategische Neuausrichtung von Drillisch hin zu einem reinen MVNO-Modell mit einem Fokus auf den Postpaid-Bereich. Dies spiegelt sich in einem höheren ARPU wider, gleichzeitig ist dieser starke Anstieg jedoch auch durch Unternehmenszukäufe beeinflusst.

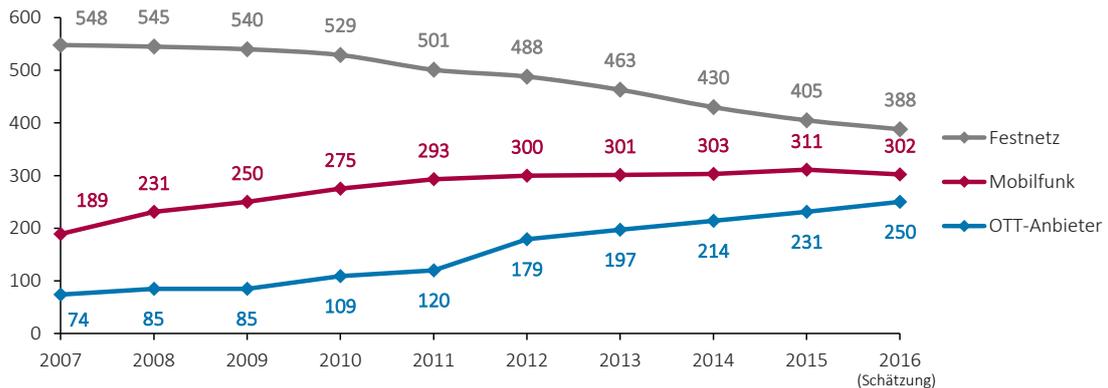
Insgesamt bleibt festzuhalten, dass der deutsche Mobilfunkmarkt im Hinblick auf die Umsatzerlöse stagniert und sich auch in Zukunft kaum nennenswertes Wachstum erwarten lässt. Dennoch herrscht ein dynamisches Wettbewerbsumfeld durch steigende Nutzerzahlen und ein verändertes Nutzerverhalten.

Nutzerverhalten und Markttreiber

Trotz des relativ konstanten Marktvolumens hat sich das Nutzerverhalten in den letzten Jahren deutlich verändert. Im Jahr 2016 ist die Anzahl mobiler Telefonie (gemessen in Sprachverbindungsminuten) erstmals rückläufig war. Dies ist vor allem der Zunahme der software-basierten Over-the-top- („OTT-“) Telefonie wie z.B. Skype, Face Time oder Whatsapp geschuldet.

Abgehende Sprachverbindungen

(in Mio. Minuten pro Tag)

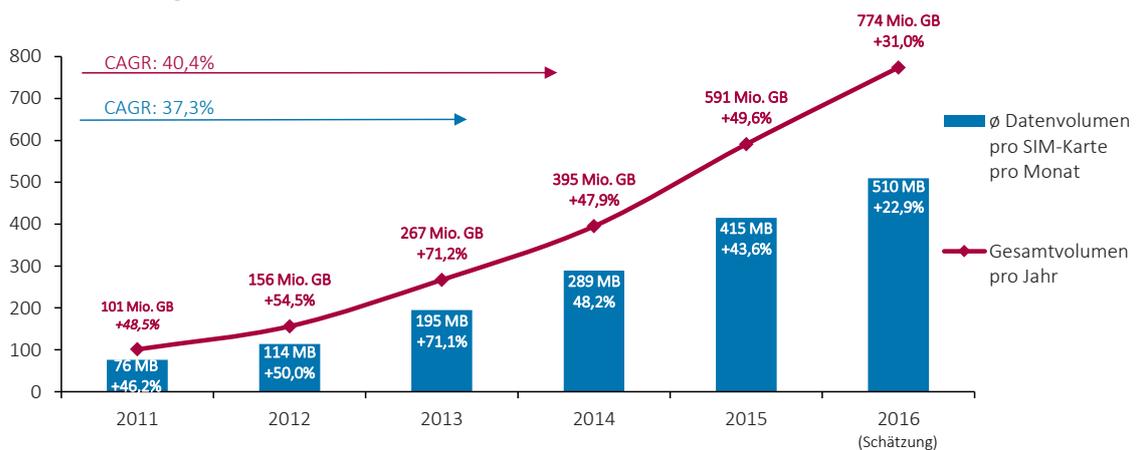


Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Ebenso stark rückläufig ist der Versand von Kurznachrichten per SMS. Im Jahr 2012 wurden noch 44 SMS pro SIM-Karte pro Monat versendet, während im Jahr 2015 die Anzahl nur noch 12 SMS pro SIM-Karte pro Monat betrug.¹⁸

Demgegenüber wuchs das Datenvolumen in den Jahren von 2011 bis einschließlich 2016 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 40,4% p.a. von 76 Mio. GB im Jahr 2011 auf 774 Mio. GB im Jahr 2016:

Volumenentwicklung des Datenverkehrs aus Mobilfunknetzen



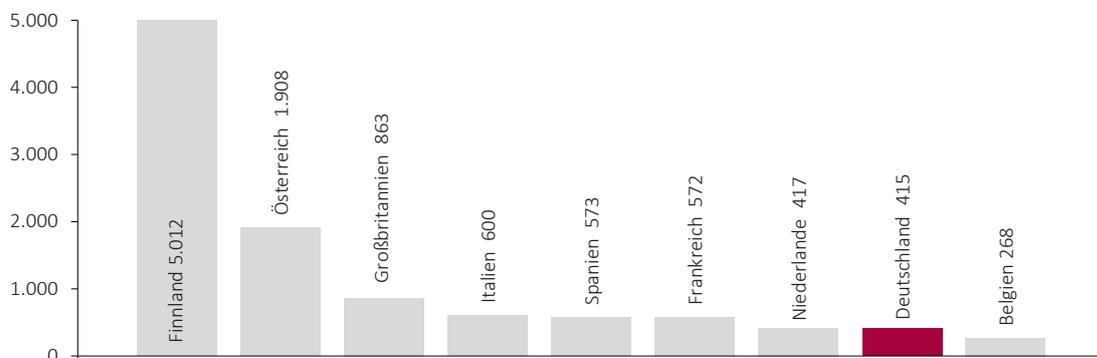
Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

¹⁸ Vgl. BNetzA Jahresbericht 2015 S.61.

Treiber dieser Entwicklung ist die zunehmende Verbreitung von Smartphones und Tablet PCs in Verbindung mit dem flächendeckenden Ausbau des LTE-Netzes, welches höhere Verbindungsgeschwindigkeiten und Datenvolumina ermöglicht. Weiterhin können die steigende mobile Nutzung von sozialen Netzwerken und Videoinhalten als Treiber des ansteigenden Datenvolumens genannt werden.

In den kommenden Jahren wird mit einem weiteren rasanten Anstieg des mobilen Datenvolumens gerechnet. Deutschland liegt im europäischen Vergleich in der Nutzung mobiler Daten im unteren Bereich, daher sollten alleine Aufholprozesse zu einem weiteren starken Anstieg des Datenvolumens beitragen.¹⁹ Zusätzlich könnten beispielsweise Internet of Things oder selbstfahrende Autos die Nachfrage nach mobilem Datenvolumen weiter beschleunigen. Die nachfolgende Grafik zeigt den Datenverbrauch in Deutschland im Jahr 2015 im europäischen Vergleich:

Europäischer Vergleich des durchschnittlicher Datenverbrauch
(in MB pro SIM-Karte pro Monat im Jahr 2015)



Quelle: European Commission Digital Scoreboard, DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

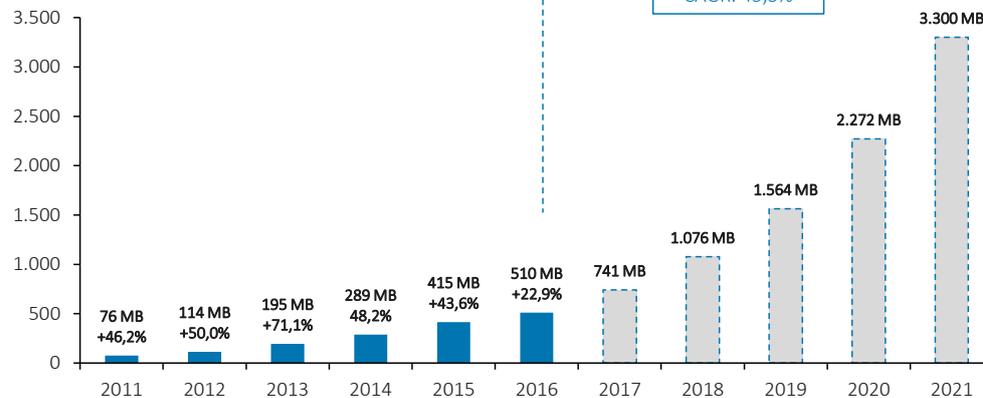
Es zeigt sich, dass Deutschland beim Datenverbrauch pro Nutzer im Jahr 2015 im unteren Mittelfeld im europäischen Vergleich angeordnet war. Länder mit vergleichbaren Rahmenbedingungen wie Großbritannien oder Österreich lagen mit 863 MB bzw. 1.908 MB deutlich vor Deutschland (415 MB). Der Vergleich mit Finnland (5.012 MB) verdeutlicht, dass auch ein sehr starker weiterer Zuwachs nicht auszuschließen ist.

¹⁹ Vgl. Barclays 2016, S.13f.

Nach einer Studie von Cisco VNI wird der Datenverbrauch in Deutschland im Jahr 2021 bei ca. 3.300 MB pro Nutzer pro Monat liegen.²⁰ Dies würde eine jährliche Wachstumsrate von 45% im Vergleich zu dem geschätzten Volumen von 510 MB pro Nutzer im Jahr 2016 bedeuten.

Zukünftige Volumenentwicklung des Datenverkehrs aus Mobilfunknetzen

(in MB pro SIM-Karte)



Quelle: VNI Cisco und DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Ericsson erwartet analog eine jährliche Wachstumsrate des weltweiten Datenvolumens von 45% bis 2022.²¹ Das geänderte Nutzerverhalten führt somit zu einer erhöhten Nachfrage nach mobilem Datenvolumen. Die Bereitstellung von Datenvolumen stellt folglich den Wachstumstreiber im Mobilfunkmarkt dar. Ziel der MNOs ist die Monetarisierung des steigenden Datenvolumens. Als „Mehr-für-Mehr“ wird die aktuelle Strategie der MNOs bezeichnet. Das zur Verfügung gestellte Datenvolumen soll sich signifikant vergrößern bei gleichzeitiger Erhöhung der Preise.²²

Umsatzerlöse und Wettbewerbsdynamik

Im Gegensatz zu dem stark wachsenden Datenvolumen wird bei den Umsatzerlösen keine signifikante Steigerung im Gesamtmarkt erwartet. Die Investmentbank UBS schätzt das jährliche Umsatzerlöswachstum im europäischen Mobilfunkmarkt auf 0,7% bzw. 1,1% im Jahr 2017 bzw. 2018.²³ Für Deutschland erwartet Bitkom²⁴ aufgrund der Eingriffe der Regulierungsbehörden (siehe Abschnitt Regulierung) fallende Mobilfunkumsatzerlöse i.H.v. -1,7% für das Jahr 2017.²⁵ Auch die Telekom erwartet für den Mobilfunkmarkt keine signifikante Steigerung der Umsatzerlöse.²⁶ Es wird jedoch erwartet, dass die Anzahl der Geräte, die mit einem mobilen Netzwerk verbunden sind, weiter wachsen wird. Cisco VNI erwartet ein jährliches Wachstum von 11% zwischen 2016 und 2021 in Deutschland.²⁷ Setzt sich die beschriebene Entwicklung der steigenden Umsatzerlöse der MVNOs

²⁰ Vgl. http://www.cisco.com/assets/sol/sp/vni/forecast_highlights_mobile/#~Country.

²¹ Vgl. <https://www.ericsson.com/mobility-report/future-mobile-data-usage-and-traffic-growth>.

²² Vgl. Barclays 2016, S.5.

²³ Vgl. UBS: European Telcoms – Why has the sector underperforms (29. November 2016), S. 4.

²⁴ Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V.

²⁵ Vgl. <https://www.bitkom.org/Presse/Presseinformation/Bitkom-Branche-schafft-in-diesem-Jahr-21000-neue-Jobs.html>.

²⁶ Vgl. Deutsche Telekom Geschäftsbericht 2016, S. 91.

²⁷ Vgl. http://www.cisco.com/assets/sol/sp/vni/forecast_highlights_mobile/#~Country.

der letzten zwei Jahre fort, können somit Umsatzerlöseinbußen für die MNOs und Marktanteilsge-
winne für die MVNOs erwartet werden.

OTT-Marktteilnehmer wie z.B. Whatsapp, Viber, Apple iMessage und Skype stellen für MNOs und
MVNOs Konkurrenten in den klassischen Telekommunikationsbereichen Sprache und Kurznach-
richten dar. Gleichzeitig vergrößern die OTT-Anbieter die Nachfrage nach mobilem Datenvolumen.

Apple und Samsung planen die Einführung der sog. eSIM („embedded SIM“), einer im Smartphone
fest verbaute SIM-Karte, auf die jeder Mobilfunkbetreiber aufgeschaltet werden kann. Die Hoheit
der eSIM liegt beim Hardware-Hersteller, also bei Apple und Samsung. Das bedeutet, dass beide
beliebige Mobilfunkanbieter ausschließen können.²⁸

Neben der eSIM-Thematik könnte Apple in Zukunft auch als MVNO am Markt beteiligt sein,²⁹ wobei
dieses Vorhaben seitens Apple dementiert wurde. Amazon sondiert zurzeit ebenso die Möglichkei-
ten für einen Markteintritt als MVNO in Deutschland. Zusätzlich könnten Projekte wie Google Loon,
welches plant die ganze Welt mit Internetzugang über WLAN auszustatten, eine weitere Gefahr für
Mobilfunkanbieter darstellen.³⁰

Abschließend ist festzustellen, dass der deutsche Mobilfunkmarkt auf Basis der Umsatzerlöse einen
stagnierenden Markt darstellt. Es herrscht ein dynamisches Wettbewerbsumfeld, dass in den letz-
ten Jahren vor allem durch die Marktanteilsgewinne der MVNOs geprägt ist. Diese konnten durch
eine aggressive Preispolitik und aufgrund von regulatorischen Eingriffen ihre Umsatzerlöse stei-
gern. Das Nutzerverhalten unterliegt tiefgreifenden Veränderungen bei dem die Nachfrage nach
mobilem Datenvolumen im Vordergrund steht und die Nachfrage nach klassischen Mobilfunk-
dienstleistungen wie z.B. Telefonie rückläufig ist. Weiterhin ergeben sich Gefahren und Gelegen-
heiten für MVNOs durch OTT-Marktteilnehmer und potentiellen Markteintritten von internatio-
nalen Großkonzernen.

Technologisches Umfeld

Ein flächendeckendes Netz in hoher Qualität sowie aktueller technologischer Ausstattung ist neben
dem Preis-/Leistungsverhältnis ein zentrales Differenzierungsmerkmal der MNOs, weshalb diese
hohe Investitionen in den Netzausbau tätigen. Nach dem aktuellen Connect Mobilfunknetzwerktest
2017 ist die Telekom führend in der Netzwerkqualität, gefolgt von Vodafone und Telefónica.³¹
MVNOs sind im großen Maße abhängig von der Netzqualität des MNOs mit dem sie eine Netznut-
zungsvereinbarung geschlossen haben.

Grundsätzlich werden in Deutschland derzeit drei Mobilfunkstandards betrieben: GSM (Global Sys-
tem for Mobile Communications) bzw. „2G“, UMTS (Universal Mobile Telecommunications System)
bzw. „3G“ und LTE (Long Term Evolution) bzw. „4G“. Während GSM hauptsächlich zur Sprachüber-
tragung und zum Versenden von Kurzmitteilungen verwendet wurde, machte der flächendeckende

²⁸ Vgl. <http://mobilbranche.de/2015/08/ueber-zukunft-mobilfunkanbieter/>.

²⁹ Vgl. <http://uk.businessinsider.com/apple-in-talks-to-launch-an-mvno-in-the-us-and-europe-2015-8?op=1?r=US&IR=T>.

³⁰ Vgl. <https://www.google.com/intl/es419/loon/>.

³¹ Vgl. <http://www.connect.de/vergleich/bestes-handy-netz-daten-internet-deutschland-2017-mobilfunk-netztest-3196568.html>.

Ausbau des UMTS Netzes im Zeitraum 2004 bis 2008 die mobile Nutzung des Internets massentauglich. Die Verbindungsgeschwindigkeiten betragen im UMTS-Netz zwischen 7 Mbit/s bis 40 Mbit/s. Die aktuelle LTE-Generation ermöglicht im Vergleich zu UMTS darüber hinausgehende Verbindungsgeschwindigkeiten von 50 Mbit/s bis 375 Mbit/s und stellt damit in ländlichen Regionen eine Alternative zum DSL-Netz dar. Derzeit erreicht die Telekom bundesweit ca. 92% der Haushalte mit LTE,³² Vodafone 89%³³ und Telefónica 80%.³⁴ Der Ausbau des nächsten Mobilfunkstandards „5G“ wird erst ab dem Jahr 2020 erwartet.

Der Ausbau der Mobilfunknetze in Bezug auf die Netzabdeckung und dem Einsatz neuer Technologien für schnellere Verbindungsgeschwindigkeiten erfordert fortwährend hohe Investitionen seitens der MNOs. Zurzeit tätigen die MNOs insbesondere hohe Investitionen für den LTE Ausbau. Die Telekom verweist in ihrem Geschäftsbericht vor allem auf Investitionsausgaben für Mobilfunklizenzen und für die Netzmodernisierung sowie für den Ausbau von LTE.³⁵ Telefónica tätigt hohe Investitionen im Zuge der Integration des E-Plus Netzwerks und ebenfalls für den Ausbau des LTE-Netzes.³⁶

Permanent hohe Investitionskosten sowie regulatorische Aspekte führen zu hohen Markteintrittsbarrieren in den MNO-Markt, so dass mittelfristig nicht von einem Markteintritt eines weiteren MNOs auszugehen ist.

Zentrale Regulatorische Rahmenbedingungen am Mobilfunkmarkt

Der deutsche Mobilfunkmarkt ist durch nationale und europäische Aufsichtsbehörden stark reguliert. Die deutschen Marktteilnehmer unterliegen der sektorspezifischen Marktregulierung, wobei die nationalen Regulierungsbehörden umfassende Befugnisse zum Eingriff in die Produkt- und Preisgestaltung haben sowie den Marktzugang über Lizenzen reglementieren. Der Umfang und die Bedeutung zukünftiger Eingriffe sind unsicher und nur eingeschränkt vorhersehbar. Aus Änderungen können sich sowohl Gefahren als auch Gelegenheiten für Mobilfunkanbieter ergeben.

Übernahme von E-Plus durch Telefónica

Im Rahmen der Übernahme von E-Plus durch Telefónica im Jahr 2014 akzeptierte die Telefónica die Auflage der EU, bis zu 30% der Netzwerkkapazität einem MVNO für bis zu 10 Jahre auf Basis einer fixen Zahlung zur Verfügung zu stellen. Die EU beabsichtigte mit der Regulierung, die Position der MVNOs in Deutschland zu stärken und damit den Wettbewerb zu fördern. Durch die Vorgabe, dass die Kapazität unabhängig von der tatsächlichen Nutzung und gegen eine fixe Zahlung zur Verfügung gestellt werden muss, entsteht ein signifikanter Unterschied zu den bisherigen MVNO-Modellen in Deutschland. Üblicherweise berechnen die MNOs den MVNOs variable Kosten in Abhängigkeit von

³² Vgl. Deutsche Telekom AG, Präsentation der Q3-Ergebnisse 2016, S.19.

³³ Vgl. Vodafone Group Plc, Germany Open Office Presentation 29. September 2016, S. 7.

³⁴ Vgl. Telefónica Deutschland Geschäftsbericht 2016, S. 10.

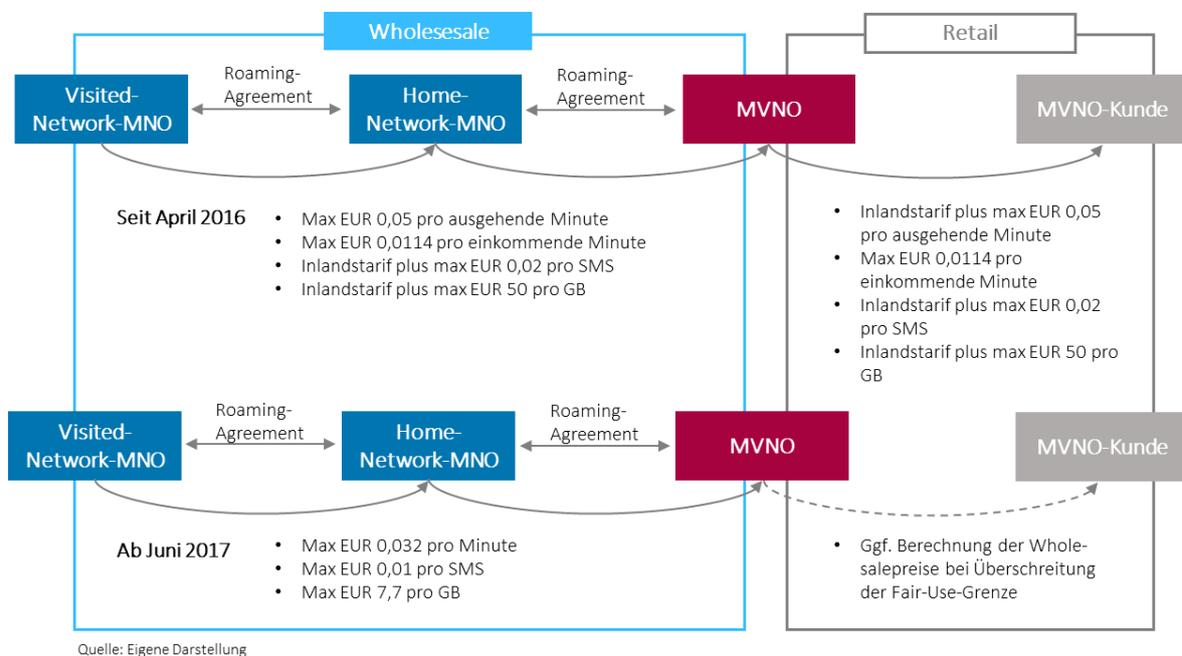
³⁵ Vgl. Deutsche Telekom AG, Geschäftsbericht 2016, S. 190.

³⁶ Vgl. Telefónica Deutschland AG, Geschäftsbericht 2016, S. 39.

der Netznutzung. Die Merger-Regulierung soll den MVNOs, die sich fixe Kapazitäten von der Telefónica einkaufen, ein aggressives Auftreten am Markt ermöglichen, um das vorab bezahlte Kapazitätsvolumen auslasten zu können.³⁷

Roaming

Roaming bezeichnet die Nutzung eines Kommunikationsendgeräts oder auch nur die Nutzung der Teilnehmeridentität außerhalb des eigenen Heimat-Netzwerkes (Home Network) bzw. in einem anderen oder fremden Netzwerk (Visited Network). Hierzu müssen die Betreiber der beiden Netzwerke ein Roaming-Abkommen abgeschlossen sowie die erforderlichen Signalisierungs- und Datenverbindungen zwischen ihren Netzen geschaltet haben. Wegen des nahezu flächendeckenden Netzausbaus in Deutschland findet Roaming heute hauptsächlich bei der länderübergreifenden Nutzung von Mobiltelefonen und Smartphones statt.³⁸



Seit April 2016 gelten für Mobilfunkkunden die folgenden Roaming-Höchsttarife (alle Angaben ohne MwSt.): der Inlandspreis plus bis zu EUR 0,05 pro Minute für ausgehende Anrufe, EUR 0,0114 Minute für eingehende Anrufe, der Inlandspreis plus bis zu EUR 0,02 pro SMS für ausgehende Nachrichten und der Inlandspreis plus bis zu EUR 0,05 pro MB (EUR 50 pro GB) für das Herunterladen von Daten.

Ab dem 15. Juni 2017 dürfen Mobilfunkanbieter ihren Endkunden für Roaminganrufe, für SMS-Roamingnachrichten oder für die Nutzung von Datenroamingdiensten im Vergleich zum inländi-

³⁷ Vgl. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-460_en.htm.

³⁸ Vgl. Telekom Geschäftsbericht 2016, S. 230.

schen Endkundenpreis in einem EU-Mitgliedstaat weder zusätzliche Entgelte noch allgemeine Entgelte für die Nutzung von Endgeräten oder von Dienstleistungen im Ausland berechnen („Roam like at Home“).³⁹

„Roam like at Home“ ist nicht zur permanenten Roamingnutzung gedacht. Die Europäische Kommission hat Schutzmaßnahmen gegen einen Missbrauch dieses Prinzips festgelegt. Die Mobilfunkanbieter können Endkunden weiterhin Roamingaufschläge in Rechnung stellen, sofern der Nutzer die sog. Fair-Use-Grenze überschreitet. Durch diese Maßnahme soll einerseits eine missbräuchliche Nutzung und das Dauer-Roaming, beispielsweise der Kauf einer günstigeren SIM-Karte im Ausland und Nutzung dieser SIM-Karte im Inland oder wenn der Kunde sich dauerhaft im Ausland aufhält, aber einen in seinem und für sein Heimatland abgeschlossenen Vertrag nutzt, unterbunden werden. Andererseits können von Mobilfunkbetreibern Aufschläge erhoben werden, wenn diese ihre Kosten zur Bereitstellung regulierter Roamingdienste nachweislich nicht decken können und nachweisen, dass sich dies auf die Inlandspreise auswirkt.⁴⁰

Die EU unterscheidet bei der Regelung des EU-Roamings zwischen Wholesale und Retail. MNOs und MVNOs unterliegen den Wholesale-Regulierungen und Endkunden den Retail Regulierungen. Dem entsprechend gelten für MNOs und MVNOs die von der EU verordneten Wholesale-Kosten und für Kunden die Retail-Kosten für die Roamingnutzung.

Laut einer informellen Vereinbarung vom 31. Januar 2017 zwischen der Ratspräsidentschaft und dem Europäischen Parlament bezüglich der Wholesale-Roamingkosten soll demnach ab dem 15. Juni 2017 die Preisobergrenze beim Datenroaming auf EUR 7,70 pro GB gesenkt werden. Danach ist eine jährliche schrittweise Verringerung⁴¹ der Obergrenze bis EUR 2,50 pro GB ab dem 1. Januar 2022 vorgesehen. Für Roaminganrufe soll die Preisobergrenze ab dem 15. Juni 2017 auf EUR 0,032 pro Minute reduziert werden und für SMS-Roamingnachrichten auf EUR 0,01 pro SMS.⁴² MNOs und MVNOs können ihren Kunden die gleichen Wholesalepreise in Rechnung stellen, falls diese die Fair-Use-Grenze überschreiten. Des Weiteren können MNOs untereinander und MNOs mit MVNOs Roaming-Agreements frei aushandeln, somit sind auch Wholesale-Roamingpreise unterhalb der verordneten Obergrenze möglich.⁴³

Die Kürzung von Roaming-Tarifen im Rahmen von „Roam like at Home“ könnte sich bei den MNOs wie der Telekom und Telefónica nachteilig auf die Geschäftstätigkeit und die Finanz- sowie Ertragslage auswirken.⁴⁴ Für MVNOs besteht das Risiko trotz fehlender Endkundenumsatzerlöse Wholesale-Kosten für Roaming-Leistungen an Netzbetreiber zahlen zu müssen.⁴⁵

³⁹ Vgl. Verordnung (EU) 2015/2120 Art. 7 Abs. 5.

⁴⁰ <https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/Telekommunikation/Verbraucher/WeitereThemen/InternRoaming/EURoaming/EURoaming-node.html> (Stand 27. März 2017).

⁴¹ Verringerung der Obergrenze auf EUR 6/GB ab dem 1. Januar 2018, auf EUR 4,5/GB ab dem 1. Januar 2019, auf EUR 3,5/GB ab dem 1. Januar 2020, auf EUR 3/GB ab dem 1. Januar 2021.

⁴² Vgl. Europabericht der Vertretung des Freistaates Bayern bei der EU Nr. 02/2017 vom 03.02.2017, S. 40
Vgl. Council of the EU Press Release 36/17.

⁴³ Vgl. European Commission Memo/16/4396: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-4396_en.htm.

⁴⁴ Vgl. Deutsche Telekom Geschäftsbericht 2016, S. 103 und Telefónica Geschäftsbericht 2016, S. 53f.

⁴⁵ Vgl. Freenet AG Geschäftsbericht 2016, S. 105.

Die neue Roaming-Regulierung könnte die Gefahr darstellen, dass nicht-deutsche MVNOs Kooperationen mit europäischen Netzbetreibern eingehen, die wiederum ein Roaming Agreement mit einem deutschen Netzbetreiber besitzen. Dies würde dem nicht-deutschen MVNO folglich einen indirekten Zugriff auf die deutsche Netzinfrastruktur bieten. Sofern die ausgehandelten Roaming-Wholesale-Preise unterhalb der auf dem deutschen Markt branchenüblichen Kosten der MVNOs liegen, könnten nicht-deutsche MVNOs dies für einen Markteintritt nutzen und dem Endkunden vorteilhaftere Konditionen als deutsche MVNOs anbieten.

Netzneutralität

Das EU-Parlament und der Europäische Rat haben im Rahmen der „Telecom Single Market“-Verordnung vom 27. Oktober 2015 neben den neuen Regelungen bezüglich International Roaming auch eine Regulierung bzgl. Netzneutralität verabschiedet.⁴⁶

Die Vorgaben im Bereich Netzneutralität sehen eine Nicht-Diskriminierung bzw. Gleichbehandlung bei der Erbringung von Internetzugangsdiensten sowie Transparenzanforderungen an Internetzugangsverträge vor. Das BEREC, ein Gremium europäischer Regulierungsbehörden, hat am 30. August 2016 Leitlinien für die Umsetzung der Vorgaben veröffentlicht. Der BNetzA wurde in der Verordnung die Überwachung und Sicherstellung der Einhaltung der Vorschriften übertragen.⁴⁷ Es bleibt abzuwarten wie die BNetzA diese Leitlinien in der Regulierungspraxis anwendet.⁴⁸

Nationale Regulierung durch die Bundesnetzagentur (BNetzA)

Zu den nationalen regulatorischen Einflüssen gehören vor allem Maßnahmen zur Kürzung von (Mobilfunk-) Terminierungsentgelten und die Versteigerung von Frequenzen durch die BNetzA.

Bei einer Frequenzversteigerung hält die BNetzA eine Auktion ab, bei der die MNOs Nutzungsrechte für bestimmte Funkfrequenzen erwerben können. Mit Vorgaben bei der Vergabe von Frequenzen trägt die BNetzA zum flächendeckenden Ausbau von Breitbandnetzen und zur Versorgung in ländlichen Gebieten bei.⁴⁹

Terminierung ist der Transport eines Telefongesprächs von einem Netz in ein anderes. Terminierungsentgelte sind demnach die Gebühren, die Mobilfunkanbieter für eingehende Anrufe aus einem anderen Netz den Mobilfunk- und Festnetzanbietern berechnen. Die BNetzA ist für die Regulierung der Terminierungsentgelte zuständig. Diese hat am 30. November 2016 in einer vorläufigen Entscheidung niedrigere Entgelte festgelegt. Seit dem 1. Dezember 2016 betragen die Entgelte EUR Cent 1,1 pro Minute statt EUR Cent 1,66, ab dem 1. Dezember 2017 EUR Cent 1,07 und ab dem 1. Dezember 2018 nur noch EUR Cent 0,95 pro Minute.⁵⁰ Sowohl die Umsatzerlöse der MNOs als auch

⁴⁶ Vgl. BNetzA Jahresbericht 2015, S. 87.

⁴⁷ Vgl. BNetzA Jahresbericht 2015, S. 87-88.

⁴⁸ Vgl. Telefónica Geschäftsbericht 2016, S. 26.

⁴⁹ Vgl. BNetzA Jahresbericht 2014, S. 95 und BNetzA Jahresbericht 2015 S. 72.

⁵⁰ Vgl. Telekom Geschäftsbericht 2016, S. 27.

die der MVNOs in Deutschland werden durch die Senkung der Terminierungsentgelte voraussichtlich negativ beeinträchtigt.⁵¹

2.2.2. Festnetzmarkt in Deutschland

Als Festnetz werden alle öffentlichen leitungsgebunden Telefonnetze bezeichnet. Über leitungsgebundene Telefonnetze werden Festnetztelefonie-Dienstleistungen und stationäre Breitbandinternet-Dienstleistungen angeboten. Klassische digitale Festnetztelefonie-Dienstleistungen über ISDN (Integrated Service Digital Network) sind seit dem Jahr 1995 flächendeckend in Deutschland verfügbar und ersetzen seit damals das analoge Telefonnetz. Seit Mitte der 2000er Jahre sind die ISDN-Anschlüsse wiederum durch die wachsende Verbreitung der IP-Telefonie (VOIP) über Breitbandbandzugänge rückläufig. Im Folgenden wird hauptsächlich der Breitbandmarkt betrachtet.

Als Breitband-Internetzugang wird ein Zugang zum Internet mit hoher Datenübertragungsrate bezeichnet. Die verbreitetste Technologie ist das Nutzen des Telefonnetzes durch DSL-Techniken (Digital Subscriber Line). ADSL (Asymmetric Digital Subscriber Line) und VDSL (Very High Speed Digital Subscriber Line) sind hierbei als gängigste DSL-Techniken zu unterscheiden. Darüber hinaus wird die stationäre Internetnutzung über das Kabelfernsehnetz oder über eine Glasfaseranbindung als Breitbandanschluss klassifiziert.

Die nachfolgende Übersicht zeigt die Marktteilnehmer im deutschen Breitbandmarkt unterteilt nach jeweilig genutzter Technologie und nationaler vs. regionaler Verfügbarkeit:

	National	Regional (Auswahl)
ADSL VDSL		
Kabel		
Glasfaser		

Der nationale DSL-Markt teilt sich unter der Telekom, Telefónica, Vodafone und 1&1 auf, wobei die drei letztgenannten jeweils Vorleistungen der Telekom einkaufen. Außerdem existieren regionale Anbieter. Das Breitbandkabelnetz teilt sich hauptsächlich zwischen Vodafone (nach Übernahme der Kabel Deutschland AG) und der Unitymedia GmbH auf. Weiterhin existieren auch hier regionale Anbieter wie beispielsweise die Tele Columbus AG. Das Glasfasernetz befindet sich derzeit im Aufbau, wobei die Telekom heute das größte Glasfasernetz unterhält.⁵² Vodafone und 1&1 verfügen aktuell über das zweitgrößte bzw. drittgrößte Netz.⁵³ Auffällig ist die Vielzahl an regionalen Anbietern, die derzeit ein eigenes regionales Glasfasernetz aufbauen.

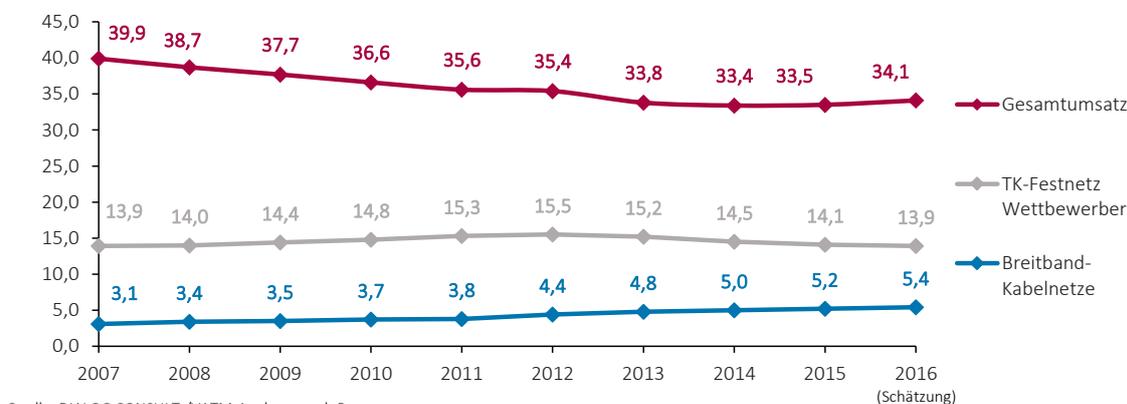
⁵¹ Vgl. Telefónica Geschäftsbericht 2016, S. 62; Vgl. Freenet Geschäftsbericht 2016, S. 105; Vgl. Drillisch Geschäftsbericht 2016, S. 48f.

⁵² Vgl. Deutsche Telekom Geschäftsbericht 2016 S.53.

⁵³ <https://www.vodafone.de/unternehmen/innovationen/netze.html>; <https://www.versatel.de/unternehmen>.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Umsatzerlösentwicklung im Festnetzmarkt in Deutschland seit 2007:⁵⁴

Entwicklung der Umsatzerlöse im Festnetz in Deutschland
(Umsatzerlöse in EUR Mrd.)

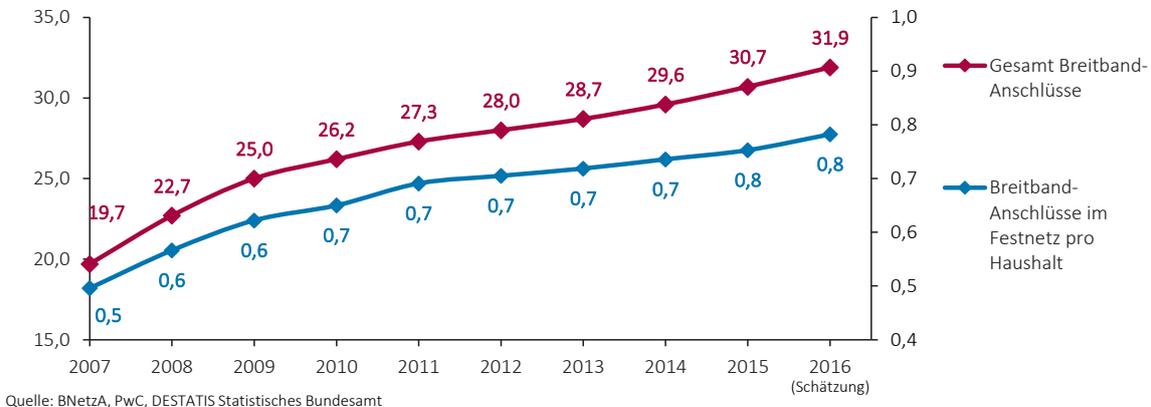


Die Umsatzerlöse im deutschen Festnetzmarkt in den letzten zehn Jahren sind rückläufig, wobei die Gesamtumsatzerlöse im Jahr 2016 nach Schätzung von Dialog Consult und VATM im Vergleich zum Jahr 2015 leicht ansteigen (EUR 34,1 Mrd. zu EUR 33,5 Mrd.). Weiter bildet die Grafik die Umsatzerlöse der Wettbewerber der Telekom im Telekommunikationsfestnetz aggregiert und die Umsatzerlöse der Kabelnetzbetreiber ab. Insgesamt sind die Umsatzerlöse der Wettbewerber der Telekom (TK-Festnetz Wettbewerber) seit dem Jahr 2007 von EUR 13,9 Mrd. bis auf EUR 15,5 Mrd. im Jahr 2012 angestiegen, bevor sie bis zum Jahr 2016 wieder EUR 13,9 Mrd. gefallen sind. Dennoch weisen die Wettbewerber damit im Gegensatz zur Telekom keine rückläufigen Umsatzerlöse auf. Die Kabelnetzbetreiber weisen eine deutlich positive Umsatzerlösentwicklung auf, so dass die Umsatzerlöse bis zum Jahr 2016 von EUR 3,1 Mrd. im Jahr 2007 auf EUR 5,4 Mrd. kontinuierlich angestiegen sind.

⁵⁴ Die Umsatzerlöse enthalten auch TV-Umsatzerlöse.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der Breitbandanschlüsse in Deutschland:

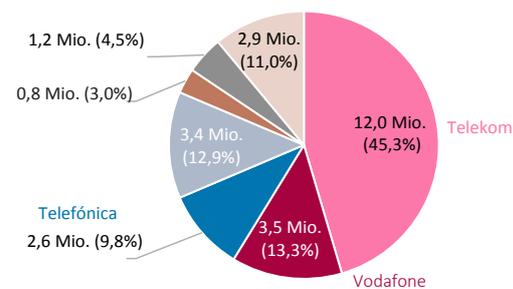
Entwicklung der Breitbandkunden in Deutschland
(nach Zahl der Anschlüsse)



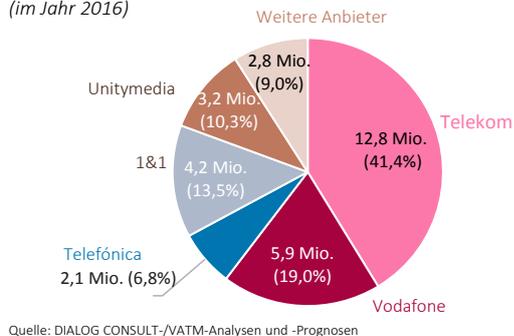
Die Anzahl der Breitbandanschlüsse stieg von 19,7 Mio. im Jahr 2007 auf 31,9 Mio. im Jahr 2016. Im Jahr 2016 ergibt sich eine Quote von 0,8 Breitband-Anschlüssen je Haushalt. Der positive Verlauf ist durch den Wechsel von einem ISDN-Anschluss hin zu einem Breitband-Anschluss zu begründen, der sich durch die geplante Abschaltung der ISDN-Technik im Jahr 2018 noch etwas beschleunigen sollte. Das Wachstum der Kundenzahlen ist jedoch grundsätzlich nach oben durch die Anzahl der Haushalte begrenzt.

Die nachfolgende vergleichende Übersicht der Marktanteile gemessen an der Kundenzahl deutet auf eine dynamische Marktentwicklung hin:

Breitband-Kunden nach Unternehmen in Deutschland
(im Jahr 2011)



Breitband-Kunden nach Unternehmen in Deutschland
(im Jahr 2016)

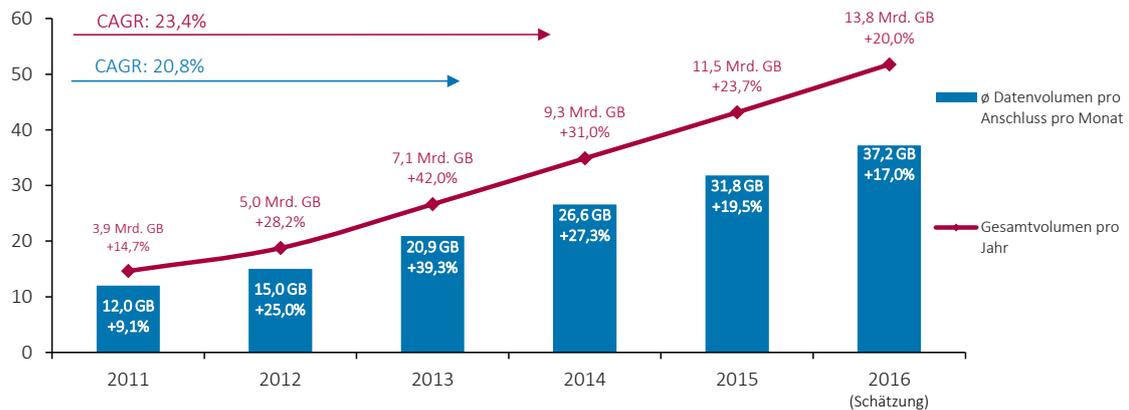


Im Jahr 2016 stellt die Telekom mit 12,8 Mio. Kunden weiterhin klar den Marktführer im Breitbandmarkt gemessen an Kundenzahlen dar. Der Marktanteil hat sich jedoch im Vergleich zum Jahr 2011 von 45,3% auf 41,4% verringert. Demgegenüber konnten die Kabelnetzbetreiber Unitymedia, Vodafone und 1&1 ihren Marktanteil steigern. Die Kabelnetzbetreiber profitieren aktuell davon, dass sie höhere Datengeschwindigkeiten mit der bestehenden Technologie anbieten können. Das Nutzen der bestehenden Technologie ermöglicht zudem, dass die Kabelnetzbetreiber kostengünstige Endkundentarife anbieten können.

Nutzerverhalten

Wie bereits in den Ausführungen zum Mobilfunkmarkt ausgeführt ist die Festnetz-Telefonie in den letzten Jahren deutlich gesunken, da eine Verschiebung hin zur mobilen Telefonie stattgefunden hat. Unabhängig davon ist jedoch das Festnetz-Datenvolumen deutlich angestiegen:

Volumenentwicklung des Datenverkehr im Breitband-Internetverkehr



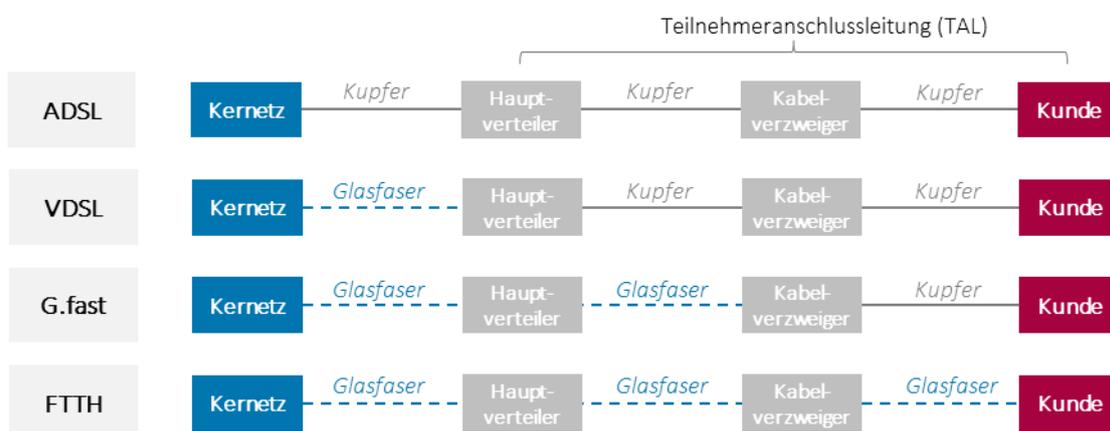
Quelle: DIALOG CONSULT-/VATM-Analysen und -Prognosen

Die Volumenentwicklung des Breitband-Internetverkehrs weist in der Gesamtbetrachtung eine jährliche Wachstumsrate von 23,4% auf. Dies stellt einen starken jährlichen Anstieg dar, der jedoch geringer ausfällt als im Mobilfunk-Bereich. Auffällig ist das wesentlich höhere Volumen im Breitband-Internetverkehr. So liegt das durchschnittlich verbrauchte Datenvolumen pro Anschluss pro Monat bei 37,2 GB (Mobilfunk 510 MB je SIM-Karte). Folglich stellt das Breitbandnetz das für den Internetverkehr wichtigste Zugangsnetzwerk dar.

Technologisches Umfeld

Die angebotene Datengeschwindigkeit ist ein zentrales Differenzierungsmerkmal der Breitband-Internetanbieter. Die folgende schematische Darstellung zeigt die Netzwerkarchitektur von DSL-Anschlüssen über das Telefonnetz bzw. das Glasfasernetz:

Schematische Darstellung der Netzwerkarchitektur (DSL und Glasfaser)



Quelle: Eigene Darstellung nach Barclays (2016) und Deist, Proeger und Bizer

ADSL, VDSL und G.fast (fast access to subscriber terminals) sind drei unterschiedliche DSL-Standards. FTTH (Fiber to the home) stellt eine mögliche Ausgestaltung eines Glasfasernetzes dar.

Bei ADSL erfolgt die gesamte Anbindung des Kunden an das Kernnetz über Kupferkabel. Die Geschwindigkeit liegt bei maximal ca. 16 Mbit/s.⁵⁵ Durch die von der BNetzA vorgeschriebene Möglichkeit zur Entbündelung⁵⁶ des Teilnehmeranschlusses⁵⁷ können auch andere Breitband-Dienstleister den Zugang der Endkunden zum Breitband-Netzwerk zur Verfügung stellen.

Bei VDSL erfolgt die Anbindung des Hauptverteilers an das Kernnetz über Glasfaserkabel. Die Leitungen zum Endkunden bestehen jedoch weiterhin aus Kupferkabeln, diese begrenzen die maximale Geschwindigkeit. VDSL2/Vectoring ist eine Technologie zur Steigerung der Leistungsfähigkeit des Kupfernetzes. Beim Einsatz von Vectoring müssen der Hauptverteiler, der Kabelverzweiger und die Endverbraucher Geräte mit einheitlicher Kanalkodierung verwendet werden, so dass eine Entbündelung der Dienste nicht möglich ist (siehe dazu auch Regulierung). Aktuell erlaubt der Einsatz von Vectoring Geschwindigkeiten von bis zu 100 Mbit/s.⁵⁸ Der Nachfolgestandard von VDSL2 ist G.fast, wobei in Deutschland G.fast aktuell nur eine untergeordnete Rolle spielt.

⁵⁵ Vgl. Deist, Proeger und Bizer (2016) S.9.

⁵⁶ Durch Entbündelung erhalten Wettbewerber des Netzinhabers, die über keine eigene Infrastruktur verfügen, Zugang zur Teilnehmeranschlussleitung und somit zum Endkunden. Sie mieten dazu Netzelemente des Inhabers an bzw. verknüpfen eigene Geräte mit dessen Netz.

⁵⁷ Die Teilnehmeranschlussleitung, oder auch letzte Meile, ist ein Kabel, das den Hauptverteilerknoten des Netzbetreibers mit dem Telefonanschluss innerhalb eines Hauses verbindet.

⁵⁸ <https://www.telekom.com/de/blog/netz/artikel/warum-glasfaser-und-vectoring-sich-nicht-widersprechen-65524>.

FTTH stellt eine Glasfaserverbindung bis zum Endkunden her. Eine Glasfaserverbindung ist weniger dämpfungsverlustanfällig als Kupferkabel, so dass hohe Datenraten über längere Verbindungsstrecken möglich sind. Insgesamt wird die Glasfaseranbindung als zukunftssträchtigste Breitband-Infrastruktur angesehen.⁵⁹ Aktuell werden Datengeschwindigkeiten über das Glasfasernetz von bis zu 1 GBit/s in Deutschland angeboten.⁶⁰ Bisher sind jedoch nur wenige Haushalte an ein Glasfasernetz angeschlossen und der Aufbau des Glasfasernetzes ist sehr kostenintensiv.⁶¹

Wie bereits in der Übersicht der Marktteilnehmer beschrieben, ist auch ein Breitband-Internetzugang über das Kabelnetzwerk verfügbar. Aktuell werden über das bestehende Kabelnetzwerk höhere maximale Geschwindigkeiten von bis zu 400 Mbit/s angeboten.⁶² Die für Endkunden verfügbare Leistung schwankt jedoch mit der Zahl der gleichzeitig auf die Leitung zugreifenden Verbraucher. Dennoch bietet der Internetzugang über das Kabelnetz aktuell einen Geschwindigkeitsvorteil und das materialbedingte Leistungsmaximum wird im Gegensatz zum VDSL erst mittelfristig erreicht. Weiterhin sind im Gegensatz zum Glasfasernetz und Vectoring geringere Investitionen in die bereits vorhandene Netzinfrastruktur notwendig. Der zuvor beschriebene Anstieg des Marktanteils der Kabelnetzbetreiber kann also folglich unter anderem auf den aktuellen Geschwindigkeitsvorteil des Kabelnetzes begründet werden.

Regulierung

Die BNetzA reguliert den deutschen Festnetzmarkt indem beispielsweise die Entbündelung des Teilnehmeranschlusses festgeschrieben wird und Preisobergrenzen für die Zurverfügungstellung von Teilnehmeranschlüssen festgelegt werden.

Mit dem Vectoring-Verfahren sind im heute bestehenden kupferbasierten Teilnehmeranschlusnetz höhere Übertragungsraten möglich als bisher mit der VDSL-Technik möglich war. Nach dem derzeitigen Stand der Technik ist dafür allerdings nur der Zugriff eines einzigen Unternehmens auf alle Kupfer-Doppeladern am Kabelverzweiger möglich, wodurch ein entbündelter Zugriff nicht mehr möglich wäre.

Die BNetzA hat am 1. September 2016 beschlossen, dass die Telekom auch weiterhin grundsätzlich dazu verpflichtet ist, ihren Konkurrenten den Zugriffen auf die entbündelte Teilnehmeranschlussleitung zu gewähren. Allerdings darf die Telekom in der unmittelbaren Umgebung ihrer Hauptverteiler bzw. den Nahbereichen den Zugriff verweigern, falls sie dort ihre Anschlüsse mit Vectoring erschließt. Im Gegenzug muss die Telekom den Konkurrenten bestimmte Ersatzprodukte anbieten.⁶³ Als Ersatzprodukt bietet die Telekom einen Bitstromzugang⁶⁴ entweder in Form von Layer-2-Bitstrom oder im Kernnetz der Telekom als Layer-3-Bitstrom, wobei der Layer-2-Zugang zunehmend an Bedeutung gewinnt.

⁵⁹ Vgl. Deist, Proeger und Bizer (2016) S.11.

⁶⁰ <https://dsl.1und1.de/glasfaser>.

⁶¹ Vgl. Deist, Proeger und Bizer (2016) S.9.

⁶² Vgl. BNetzA Jahrebericht 2015 S. 53.

⁶³ Vgl. BNetzA Pressemitteilung vom 1. September 2016, https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Allgemeines/Presse/Pressemitteilungen/2016/160901_Vectoring.pdf?__blob=publicationFile&v=3.

⁶⁴ Ein Bitstromzugang ist ein Vorleistungsprodukt, das Festnetzbetreibern mit eigener Infrastruktur, die bis zum Endkunden reicht, anderen Marktteilnehmern anbieten, damit diese dem Endkunden ebenfalls Internet- und Telefondienste anbieten können.

Der Layer-2-Bitstromzugang ist ein kombiniertes Vorleistungsprodukt aus Breitbandanschluss und Transportleistung im Netz der Telekom, das Konkurrenten ermöglicht, ihren Endkunden ADSL- und VDSL- sowie zukünftig auch Glasfaser-Anschlüsse bereitzustellen. Darüber können diese Breitbanddienste anbieten, indem sie ihre eigene Netzinfrastruktur an die der Telekom andocken.⁶⁵

Die BNetzA hat am 21. Dezember 2016 die Entgelte für den Zugang zum Layer 2-Bitstrom der Telekom endgültig festgelegt. Zuvor war bereits das Layer 2-Standardangebot in Kraft gesetzt worden, welches in der Form eines Mustervertrages, die konkreten Bedingungen enthält, zu denen die Wettbewerber der Telekom Layer-2-Bitstrom erhalten können.⁶⁶ Die regulatorisch festgelegten maximalen Layer-2-Bitstrom Entgelte sind aktuell höher als die von der Telekom tatsächlich berechneten Teilnehmeranschlüsse-Entgelte.

Am 18. November 2016 hatte die BNetzA noch ein weiteres separates Verfahren begonnen in dem überprüft wird, ob geleistete Zahlungen für Layer-3-Bitstrom für den Kauf von Layer-2-Bitstrom angerechnet werden können. Insgesamt werden Wettbewerber für die Nutzung des Layer-2-Bitstroms mehr in die eigene Infrastruktur investieren müssen als wenn sie Layer-3-Bitstrom verwenden.⁶⁷

Ausblick

Nach Schätzungen wird die Anzahl der Haushalte mit Breitbandzugang in Deutschland von 31,9 Mio. im Jahr 2016 Mio. 35,3 auf Mio. im Jahr 2020 ansteigen.⁶⁸ Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 3%. Das Wachstum der Breitbandanschlüsse verteilt sich dabei hauptsächlich auf das Glasfaser- (CAGR: +31%) und das Kabelnetz (CAGR: +7%), wohingegen die DSL-Anschlüsse nur um jährlich 0,3% ansteigen. PwC rechnet z.B. mit 23,8 Mio. DSL-Anschlüssen bis 2020 verglichen zu 23,5 Mio. im Jahr 2015.⁶⁹

Wie im Mobilfunkmarkt wird keine signifikante Steigerung der Umsatzerlöse im Festnetz erwartet, obwohl die Volumenentwicklung des Datenverkehrs stetig wächst. PwC rechnet mit einer geringen jährlichen Wachstumsrate der Umsatzerlöse aus stationärem Internet von rd. 0,6%. Dementsprechend würden die Umsatzerlöse aus dem Teilbereich stationärem Internet von EUR 7,9 Mrd. im Jahr 2016 auf EUR 8,1 Mrd. im Jahr 2020 steigen.⁷⁰

Analog zur Mobilfunkbranche stellen auch für Festnetzanbieter OTT-Dienste eine Herausforderung dar.⁷¹ Einerseits führen diese dazu, dass das verbrauchte Datenvolumen steigt, andererseits sinkt dadurch die klassische Festnetz-Telefonie, welche ohnehin aufgrund der sich verbreitende VoIP-Telefonie stetig abnimmt. Bei der Verwendung von VoIP werden dem Kunden grundsätzlich keine

⁶⁵ <https://www.heise.de/newsticker/meldung/Vectoring-Regulierer-legt-Regeln-fuer-Bitstrom-Zugang-fest-2865797.html>.

⁶⁶ Vgl. BNetzA Pressemitteilung vom 21. Dezember 2016, https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Allgemeines/Presse/Pressemitteilungen/2016/161221_Bitstrom.pdf;jsessionid=AA7EBA21BC2507BA49B421863097AB41?__blob=publicationFile&v=2.

⁶⁷ Vgl. BNetzA Pressemitteilung vom 21. Dezember 2016, https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Allgemeines/Presse/Pressemitteilungen/2016/161221_Bitstrom.pdf;jsessionid=AA7EBA21BC2507BA49B421863097AB41?__blob=publicationFile&v=2.

⁶⁸ Vgl. PwC German Entertainment and Media Outlook 2016-2020, S. 20.

⁶⁹ Vgl. PwC German Entertainment and Media Outlook 2016-2020, S. 20.

⁷⁰ Vgl. Deutsche Telekom Capital Markets Day 2015 S.15.

⁷¹ Vgl. „Wertschöpfungskiller OTT?“, BearingPoint.

zusätzlichen Kosten neben den Kosten für die Internetnutzung berechnet. Des Weiteren kann die stark steigende Nutzung von Mobilfunk (-Datenverkehrs) als direkte Konkurrenz zum Festnetz gesehen werden.

Zusammenfassend stellt der deutsche Festnetzmarkt einen gemessen an den Umsatzerlösen rückläufigen Markt dar. Diese Entwicklung ist vor allem durch regulatorische Eingriffe und die Konkurrenz in der Sprachtelefonie durch den Mobilfunk und OTT-Anbieter zu begründen. Der Hauptmarkttreiber im Festnetzmarkt ist die weiterhin steigende Nachfrage nach Internetdatenvolumen und nach schnellerer Datengeschwindigkeit. Um diese Nachfrage bedienen zu können, sind hohe Investitionen seitens der Festnetzbetreiber in den technologischen Ausbau des Netzwerkes notwendig.

2.2.3. Abschließende Würdigung

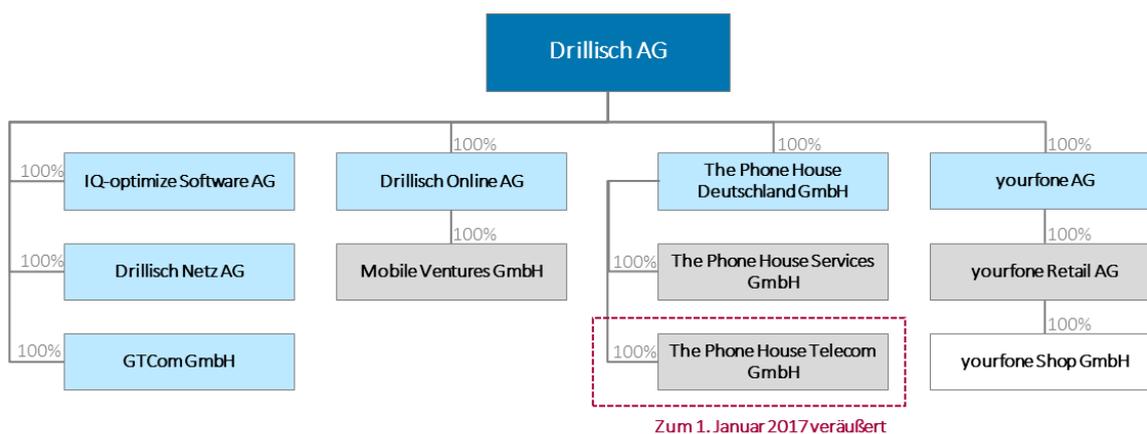
Es wurde dargelegt, dass der deutsche Telekommunikationsmarkt im Sinne des Festnetzmarktes und des Mobilfunkmarktes einen auf Basis der Umsatzerlöse rückläufigen bzw. stagnierenden Markt darstellt. Beide Märkte werden stark und fortlaufend durch regulatorische Eingriffe beeinflusst und in beiden Märkten ist eine steigende Nachfrage nach Datenvolumen und Datengeschwindigkeit festzustellen. Der Mobilfunkmarkt ist in den letzten Jahren durch Marktanteilsgewinne der MVNOs geprägt. Während die Nutzerzahlen im Mobilfunk weiter steigen, sinkt der erzielte ARPU der Mobilfunkanbieter vor allem aufgrund regulatorischen Eingriffen beständig. Im Festnetzmarkt ist der Ausbau der Breitbandanschlüsse ein zentraler Einflussfaktor, wobei die Kabelnetzbetreiber in den letzten Jahren ihren Marktanteil im Breitbandmarkt erhöhen konnten. Sowohl im Mobilfunkmarkt als auch im Festnetzmarkt stellen OTT-Anbieter eine Gefahr für die Telekommunikationsdienstleister dar, da sie klassische Telekommunikationsdienstleistungen wie Sprachtelefonie oder Kurznachrichten ersetzen.

3. BEWERTUNGSOBJEKTE

Vor dem Hintergrund der geplanten Ausgabe von Aktien durch Sachkapitalerhöhung gegen Bezugsrechtsausschluss sind in dieser Gutachtlichen Stellungnahme zwei Bewertungsobjekte, die Drillisch AG und die 1&1 SE, zu bewerten.

3.1. Bewertungsobjekt Drillisch AG

Bewertungsobjekt ist die Drillisch AG, welche über die folgenden Beteiligungen verfügt:



*Stand 31. Dezember 2016

3.1.1. Unternehmenshistorie

Die Drillisch AG wurde im Jahr 1997 gegründet. Sie ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft und einer der großen netzunabhängigen Telekommunikationsanbieter in Deutschland. Die Aktien der Drillisch AG sind unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE0005545503 und dem Börsenkürzel DRI zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (Prime Standard) und den übrigen deutschen Wertpapierbörsen zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien über das Handelssystem XETRA gehandelt. Das Datum der Erstnotierung ist der 22. April 1998. Der Konzern bietet seinen Kunden ein umfassendes Portfolio an Dienstleistungen und Produkten aus dem Bereich mobiler Sprach- und Datendienste an.

Die Drillisch AG als Konzernmutter hält 100% der Anteile an der Drillisch Online AG, der IQ-optimize Software AG, der Drillisch Netz AG, der The Phone House Deutschland GmbH, der yourfone AG sowie der GTCOM GmbH (im Folgenden zusammengefasst „Drillisch“ oder „Drillisch-Konzern“). Die Drillisch Online AG hält wiederum 100% der Kapitalanteile an der Mobile Ventures GmbH, die The Phone House Deutschland GmbH 100% der Anteile an der The Phone House Telecom GmbH und der The Phone House Services GmbH. Die The Phone House Telecom Vertrieb GmbH entstand Ende 2016 als vollständige Tochter der The Phone House Telecom GmbH durch die Ausgliederung des Distributionsgeschäfts aus der The Phone House Telecom GmbH und wurde zum 1. Januar 2017

veräußert. Die yourfone Retail AG ist eine 100%-ige Tochtergesellschaft der yourfone AG, die yourfone Shop GmbH wiederum der yourfone Retail AG. Damit sind alle genannten Gesellschaften, mit Ausnahme der The Phone House Telecom GmbH, zum Bewertungsstichtag in den Konsolidierungskreis von Drillisch aufzunehmen.

Das Kerngeschäft von Drillisch ist der Vertrieb von Mobilfunk- und sonstigen Telekommunikationsleistungen, der im Wesentlichen über die Drillisch Online AG im Online-Bereich und im Offline-Bereich über die yourfone AG und die Phone House Deutschland GmbH und deren Tochtergesellschaften erfolgte.

Die Drillisch Online AG übernimmt mit allen etablierten Online-Marken des Konzerns, wie zum Beispiel smartmobil.de, maXXim, sim.de, winSIM, DeutschlandSIM oder simply das operative Mobilfunkgeschäft im Online-Segment. Die Drillisch Online AG entstand Anfang April 2015 durch die Verschmelzung der ehemals operativ tätigen Gesellschaften MS Mobile Services GmbH, eteleon AG und der MSP Holding GmbH auf die Drillisch Telecom GmbH. Diese Gesellschaft mit Sitz in Maintal wurde am 24. September 2015 in Drillisch Online AG umfirmiert.

Die yourfone AG betreibt unter der gleichnamigen Marke den gesamten Offline-Vertrieb über die Shops seit Juli 2015. Ihre beiden 100-prozentigen Tochtergesellschaften, die yourfone Retail AG (ehemals Telefónica Germany Shoptransfer AG) und die yourfone Shop GmbH (ehemals Telefónica Germany Retail Ausgliederungs GmbH), beide mit Sitz in Düsseldorf, übernehmen seit Juli 2015 den operativen Shop-Betrieb. Die Drillisch AG hat am 2. Januar 2015 die im November 2014 mit der E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG geschlossene Absichtserklärung über den Kauf von 100% der Anteile an der yourfone GmbH vollzogen und die Gesellschaft einschließlich aller Markenrechte und Kunden erworben. Die yourfone GmbH wurde im Rahmen der Integration in den Drillisch-Konzern in yourfone AG umfirmiert. Mit dem Kauf hat Drillisch auch von der Telefónica sämtliche Aktien an der Telefónica Germany Shoptransfer AG erworben und diese in die yourfone Retail AG umfirmiert. Zudem hat die yourfone AG rd. 250 der insgesamt ca. 300 Filialen von Telefónica erworben, die durch die yourfone AG selbst oder durch Vertriebspartner betrieben werden.

Des Weiteren hat Drillisch mit einem am 15. April 2015 geschlossenen und am 5. Mai 2015 vollzogenen Kaufvertrag mit der Dixons Carphone PLC sämtliche Geschäftsanteile der The Phone House Deutschland GmbH im Offline-Bereich erworben. Über ihre operative Tochtergesellschaft The Phone House Telecom GmbH bietet sie Produkte und Dienstleistungen für Mobilfunk, Festnetz und Multimedia an und stellt organisatorische Dienstleistungen und Know-how beispielsweise der yourfone AG innerhalb des Drillisch-Konzerns zur Verfügung. Die mit der The Phone House Deutschland GmbH einschließlich ihrer Tochtergesellschaften (im Folgenden „TPH-Gruppe“) bis einschließlich 2016 realisierten Umsatzerlöse stammen im Wesentlichen aus der Vermittlung von Mobilfunkverträgen und der Vereinnahmung von Provisionszahlungen. Die TPH-Gruppe wurde nach Erwerb restrukturiert. Das mit der TPH-Gruppe erworbene Geschäft mit der Vermittlung von Mobilfunkverträgen für Dritte Mobilfunkanbieter wurde im Januar 2017 veräußert. Die TPH-Gruppe konzentriert sich nunmehr auf die vollumfängliche Betreuung von Shop-Standorten und die Hardwarelogistik im Drillisch-Konzern.

Die IQ-optimize Software AG firmierte bis 29. Mai 2007 unter dem Namen „IQ-work Software AG“. Sie stellt vor allem technische Dienstleistungen für den Mutterkonzern bereit und bündelt damit die IT-Kompetenz von Drillisch. Das Unternehmen erbringt intern IT-Dienstleistungen.

Die Mobile Ventures GmbH, Tochtergesellschaft der Drillisch Online AG, ist eine unabhängige Beteiligungsgesellschaft innerhalb des Drillisch-Konzerns. Sie investiert als Lead- oder Co-Investor in Startups und wachstumsstarke Unternehmen. Investitionsentscheidungen werden strategisch entlang des Kerngeschäfts von Drillisch getroffen. Mobile Ventures bietet Portfoliounternehmen neben Kapital unter anderem auch Managementkompetenz und den Marktzugang des Drillisch-Konzerns.

Zudem hat Drillisch Anfang Februar 2015 97,5% der Gesellschaftsanteile an der GTCOM GmbH erworben. Die GTCOM GmbH ist ein in Deutschland tätiger MVNO und hat langjährige Erfahrungen in der Vermarktung von Prepaid Produkten. Die GTCOM GmbH ist als Tochterunternehmen der Drillisch AG für die Produktgruppe Prepaid verantwortlich und ein darauf spezialisierter Mobilfunkanbieter mit Marken wie zum Beispiel Galeria-mobil oder n-tv go!. Im Februar 2016 wurden auch die verbliebenen 2,5% erworben, so dass die GTCOM GmbH seitdem auch ein 100%-iges Konzernunternehmen ist.

Die Drillisch Netz AG wurde im Jahr 2015 gegründet. Die Gesellschaft wurde zur technischen Umsetzung des Full-MVNO Modells gegründet, was Drillisch in Zukunft Kosteneinsparungen bei der Abwicklung von Sprachtelefonie über Datenvolumen ermöglichen soll.

3.1.2. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Die Drillisch AG ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Maintal. Die Drillisch AG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hanau unter HRB 7384 eingetragen. Zum 31. Dezember ist das Grundkapital i.H.v. EUR 60.241.113,90 eingeteilt in 54.764.649 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,10.

Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Handelsregisterauszug die Entwicklung, der Vertrieb und die Bereitstellung von Dienstleistungen und Erzeugnissen, insbesondere in den Bereichen Kommunikation, Software und Internet sowie der Handel mit diesen Erzeugnissen. Neben der Entwicklung, dem Vertrieb und der Bereitstellung von sowie dem Handel mit Geräten der Kommunikationstechnik zählt auch die Vermietung und das Leasinggeschäft mit diesen Geräten zum Gegenstand des Unternehmens. Zweiter Gegenstand von Drillisch ist der Erwerb, das Halten und die Verwaltung von Beteiligungs-, Tochter-, und Gemeinschaftsunternehmen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Der Vorstand wurde durch die Hauptversammlung ermächtigt verschiedene Kapitalmaßnahmen aus genehmigten Kapital durchzuführen.⁷² Durch die Hauptversammlung am 21. Mai 2014 wurde der Vorstand ermächtigt das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 20. Mai 2019 mit Zustimmung des Aufsichtsrates einmalig oder in Teilbeträgen um insgesamt EUR 23.403.166,60 durch Ausgabe

⁷² Vgl. Geschäftsbericht Drillisch AG zum 31. Dezember 2016, S. 55ff.

neuer Stückaktien gegen Bar- oder Sacheinlagen (Genehmigtes Kapital I) zu erhöhen. Hiervon verblieben zum 31. Dezember 2016 EUR 21.669.969,20. Zudem ist der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats, einmalig oder in Teilbeträgen das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 20. Mai 2020 um insgesamt EUR 5.850.791,65 durch Ausgabe neuer Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital II).

Des Weiteren wurde der Vorstand in der Hauptversammlung vom 16. Mai 2013 ermächtigt Options- und/oder Wandelanleihe im Gesamtnennbetrag von EUR 100 Mio. auszugeben (Bedingtes Kapital 2013). Entsprechend hat Drillisch im Dezember 2013 eine Wandelanleihe mit einem Nominalwert von EUR 100.000.000,00 und einer Endfälligkeit zum 12. Dezember 2018 begeben. Seit Mai 2016 beträgt der Wandlungspreis gemäß den Anleihebedingungen EUR 20,9876. Soweit Wandlungsrechte gemäß den Anleihebedingungen am 24. Mai 2017, dem Tag nach Fälligkeit des Anspruchs der Dividende für das Geschäftsjahr 2016, ausgeübt werden, beträgt der wegen Ausschüttung einer Bardividende angepasste Wandlungspreis EUR 20,2320.

Sofern es im Zuge des Vollzugs der Transaktion, z.B. durch Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung I im Handelsregister der Gesellschaft, zu einem Kontrollwechsel kommt, wird nach den Anleihebedingungen der Wandlungspreis auf dieser Grundlage angepasst. Infolge dieser Anpassung beträgt der angepasste Wandlungspreis EUR 18,9108.

Seit dem 1. Januar 2017 sind 80.999 weitere Drillisch-Aktien aus bedingtem Kapital an Inhaber der Wandelanleihe, die von ihrem Wandlungsrecht Gebrauch gemacht haben, ausgegeben worden. Es ist möglich, dass bis zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Sachkapitalerhöhung II bzw. deren Durchführung durch Eintragung im Handelsregister weitere Inhaber der Wandelanleihe von ihrem Wandlungsrecht Gebrauch machen werden. Die entsprechenden Erhöhungen aus bedingtem Kapital sind bislang nicht im Handelsregister vollzogen und werden erst nach Ablauf des Geschäftsjahres zur Eintragung im Handelsregister angemeldet werden.

Eine vollumfängliche Ausübung aller Wandlungsrechte unter der Wandelanleihe am 24. Mai 2017 würde bei einem Wandlungspreis von EUR 18,9108 zur Ausgabe von 5.198.087 Drillisch-Aktien führen. Die aufgrund dieses erneut angepassten Wandlungspreises auszugebenden Drillisch-Aktien übersteigen das dafür zur Verfügung stehende bedingte Kapital der Gesellschaft auf Grundlage dessen die Ausgabe von 4.919.001 Drillisch-Aktien möglich ist. Demgegenüber wäre Drillisch bei Wandlung sämtlicher oder nahezu sämtlicher Wandelanleihen rechtlich teilweise daran gehindert, eine ausreichende Zahl von Drillisch-Aktien aus einem bedingten Kapital zu begeben. Drillisch wäre insoweit verpflichtet, Gläubigern der Wandelanleihe einen Barausgleichsbetrag zu leisten.

3.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

3.1.3.1. Geschäftsmodell

Drillisch ist ein ausschließlich in Deutschland tätiger Mobilfunkanbieter und virtueller Netzbetreiber (MVNO) mit garantiertem Zugriff auf einen bestimmten Anteil der Netzkapazität von Telefónica in Deutschland (im Folgenden „MBA MVNO“). Drillisch bietet flexible Angebote für Sprach- und Da-

VALUETRUST

tenkommunikation auf Basis von standardisierten und entbündelten Vorleistungen der Netzanbieter Telefónica und Vodafone an. Essentielle Absatzkanäle sind das Internet und der eigene Shop-Kanal unter der Marke yourfone sowie ein Netzwerk unabhängiger Distributoren und Kooperationspartner. Als klassischer MVNO kauft Drillisch bei den Netzbetreibern Telefónica und Vodafone Mobilfunkdienstleistungen als Vorleistungen ein. Diese werden auf eigene Rechnung und zu Tarifen, die nach eigenen Kalkulationen gestaltet werden, von Drillisch selbst an den Endverbraucher weitervertrieben. Die angebotenen Mobilfunktarife werden flexibel an die Bedürfnisse der Kunden angepasst. Beispielsweise werden unter der Marke Smartmobil.de LTE-Verträge mit 1 GB Datenvolumen mit Sprach- und SMS-Flatrate in alle Netz für anfänglich EUR 7,99 im Monat angeboten. Der Premium Tarif „LTE Pro“ dagegen enthält 5 GB LTE-Datenvolumen mit Sprach- und SMS-Flatrate für anfänglich EUR 24,99 im Monat. Der Vertrieb erfolgt im Rahmen einer Mehr-Markenstrategie mit insgesamt mehr als 15 Marken, unter denen jeweils zielgruppenspezifische Angebote zusammengestellt und vertrieben werden:

Marken von Drillisch



MBA MVNO-Vertrag

Im Juni 2014 hat Drillisch einen Vertrag zum Bezug von Mobilfunkleistungen mit Telefónica geschlossen (im Folgenden „MBA MVNO-Vertrag“). Der MBA MVNO-Vertrag stellt die zentrale Grundlage des zukünftigen Geschäftsmodells von Drillisch dar. Während in der Vergangenheit auch Mobilfunkleistungen von Vodafone im eigenen Namen auf eigene Rechnung vertrieben wurden, wird dieses Geschäft zukünftig nicht mehr aktiv betrieben. Stattdessen fokussiert sich Drillisch vertriebsseitig auf die Mobilfunkleistungen auf Basis des Telefónica-Netzes. Auch das bis dato betriebene und tlw. im Rahmen des Erwerbs der TPH-Gruppe erworbene Vermittlungsgeschäft wird zukünftig vor dem Hintergrund des MBA MVNO-Vertrages nicht mehr betrieben.

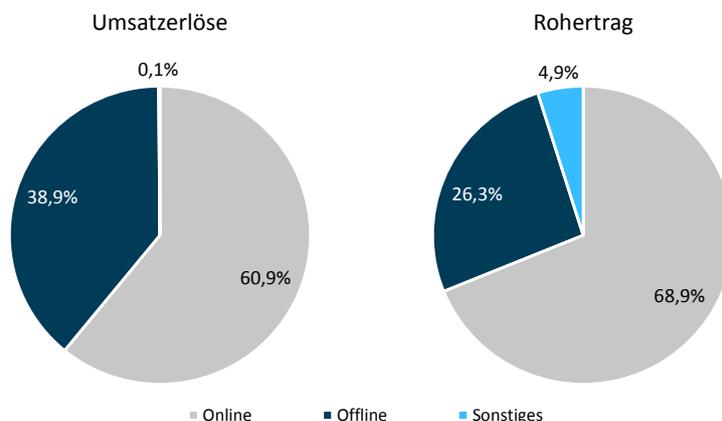
Der MBA MVNO-Vertrag sichert Drillisch den Zugang zu bis zu 30% der Kapazität des Mobilfunknetzes von Telefónica zu und ermöglicht Drillisch, als einzigem Wettbewerber am deutschen Mobilfunkmarkt, als Full-MVNO mit uneingeschränktem Zugang zu allen heutigen und zukünftigen Technologien aufzutreten. Der MBA MVNO-Vertrag erstreckt sich auf das gesamte durch den Zusammenschluss von Telefónica und E-Plus entstandene Mobilfunknetz der Telefónica. Damit kann Drillisch als MVNO bereits heute Mobilfunktarife auf Basis von LTE (4G) vertreiben und hat sich zudem bereits den Zugang zur 5G-Technologie, welche nochmals höhere Verbindungsgeschwindigkeiten und höhere Datenkapazitäten ermöglicht, vertraglich gesichert. Der MBA MVNO-Vertrag hat eine

Grundlaufzeit von 5 Jahren und räumt Drillisch zudem zwei Optionen zur Verlängerung des Vertrages um jeweils weitere 5 Jahre ein. Sofern die Optionen ausgeübt werden, hat der Vertrag eine Gesamtlaufzeit von 15 Jahren bis zum Jahr 2030. Zudem sieht der Vertrag, sofern die Parteien keine Prolongation vereinbaren, im Anschluss eine 4-jährige Übergangsphase vor, in der die Vertragsparteien die Auflösung der Kooperation vorbereiten. Auch in dieser Phase kann Drillisch das Telefónica-Netz zu den Konditionen des MBA MVNO-Vertrages nutzen. Drillisch hat sich im Rahmen des Vertrages verpflichtet eine Mindestabnahmemenge von Telefónica zu beziehen. Eine Weitergabe der bezogenen Leistungen an dritte MVNOs ist vertraglich eingeschränkt, so dass Drillisch das Risiko der Leerkapazitäten trägt. In Bezug auf die Einkaufskonditionen des MBA MVNO-Vertrages gelten Änderungsvereinbarungen, die unterschiedliche Einkaufskonditionen vorsehen.

Der Abschluss des MBA MVNO-Vertrages und der Änderungsvereinbarungen erfolgte im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss von Telefónica und E-Plus im Jahr 2014. Bei der Freigabe des Zusammenschlusses erteilte die europäische Kommission die Auflage, dass Telefónica mindestens 30% seiner Netzkapazitäten einem dritten Mobilfunkanbieter zur Verfügung stellen muss, um Beeinträchtigungen des Wettbewerbes im Mobilfunkmarkt durch den Zusammenschluss zu vermeiden. Unter dem regulatorischen Einfluss der Wettbewerbsbehörden kann Drillisch die Mobilfunkleistungen von Telefónica zu attraktiven Konditionen beziehen.

Geschäftsfelder

Drillisch berichtet im Geschäftsbericht nach den Segmenten Online und Offline. Die Umsatzerlöse und der Rohertrag stellten sich im Jahr 2016 wie folgt dar:



Das Online Geschäft von Drillisch steuerte im Jahr 2016 61% der Umsatzerlöse und, aufgrund dessen Margenstärke, 69% zum Gesamtrohertrag bei. Die zweite wesentliche Ertragsquelle ist das Offline Geschäft, das jedoch aufgrund der geringeren Marge mit 39% des Umsatzes nur 26% des Gesamtrohertrages beisteuerte.

3.1.3.2. Unternehmensstrategie

Die Unternehmensstrategie von Drillisch fokussiert sich auf profitables Wachstum auf Basis des abgeschlossenen MBA MVNO-Vertrages. Das Neugeschäft konzentriert sich auf die Vermarktung innovativer Flatrate-Produkte für Smartphones und Tablet-PCs auf Basis des Telefónica-Netzes. Das Vermittlungsgeschäft der TPH-Gruppe und der Vertrieb von Mobilfunkverträgen auf Basis des Vodafone-Netzes wird zukünftig vollständig veräußert bzw. weitestgehend eingestellt. Hintergrund dieser strategischen Entscheidungen sind einerseits die verhältnismäßig schwachen Margen im Vermittlungsgeschäft. Andererseits stellt der Vertrieb von LTE-Mobilfunkverträgen mit Datenvolumenpaketen zu einem attraktiven Preis-/Leistungsverhältnis den wesentlichen Wachstumstreiber des Mobilfunkmarktes dar. Durch Paket-Tarife möchte Drillisch von der zunehmenden Nachfrage nach Datenvolumen, welche zudem durch die weiter steigende Verbreitung von Smartphones und Tablet-PCs gestützt wird, profitieren. Um Kundengruppen zu erreichen, die bereits ein Mobiltelefon besitzen, bietet Drillisch einzelne Tarife auch ohne lange Laufzeitbindung an.

Drillisch versteht sich hierbei als der Mobilfunkanbieter mit dem besten Preis-/Leistungsverhältnis im deutschen Mobilfunkmarkt. Auf Basis der Konditionen des MBA MVNO-Vertrages versucht Drillisch z.B., sich mit bestimmten Marken bei Online-Tarifvergleichen stets als günstigster Anbieter von LTE-Verträgen zu positionieren und hierüber insbesondere preissensible Kunden zu gewinnen. Neben den günstigen Preisen, hohen Verbindungsgeschwindigkeiten und Datenvolumenpaketen wird bei der Tarifgestaltung versucht, sich über einfach und transparente Vertragskonditionen von den Wettbewerbern zu differenzieren. Tarifoptionen wie der Nachrichtendienst „Bild Plus“ oder die Musikplattform „Napster“ runden das Produktangebot ab. Produkte und Dienstleistungen werden laufend überprüft und an veränderte Marktgegebenheiten angepasst. Durch innovative Tarifgestaltung sollen neue Geschäftsfelder möglichst vor den Wettbewerbern erschlossen werden.

Die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes durch profitables Wachstum wird bei Drillisch über ein wertorientiertes Managementsystem gesteuert. Ein zentraler Baustein hierzu ist eine schlanke und damit kosteneffiziente Struktur, die durch Optimierung der Geschäftsprozesse und effizienten Personaleinsatz erreicht und erhalten wird.

Alle wesentlichen IT-Leistungen werden selbst von der Tochtergesellschaft IQ-optimize im Konzern erbracht, was ein von externen Dienstleistern unabhängiges Vorgehen ermöglicht.

3.1.4. Ertrags- und Vermögenslage

Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags- und Vermögenslage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen.⁷³ Daher wird zu Vergleichszwecken die Planungsrechnung für den Zeitraum 2017 bis 2021 bereits an dieser Stelle den IST-Zahlen gegenüber gestellt.⁷⁴

⁷³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72 sowie DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 23.

⁷⁴ Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2017 bis 2021 wird im Kapitel 5.1. ausführlich eingegangen.

3.1.4.1. Ertragslage

Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Ertragslage von Drillisch für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 und die Planung für die Jahre 2017 bis 2021 von Drillisch nach IFRS dar:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	290	499	567	699	823	953	1.045	1.125	14,7%
Wachstum (in %)	-	72,4%	13,5%	23,4%	17,7%	15,7%	9,7%	7,6%	
Materialaufwand	147	244	309	373	433	517	569	608	14,5%
Rohhertrag	143	255	258	326	391	436	477	516	14,9%
Marge (in %)	49,2%	51,1%	45,5%	46,6%	47,5%	45,7%	45,6%	45,9%	
Personalaufwand	25	38	49	52	56	59	61	62	5,2%
Sonstige betriebliche Erträge	1	15	14	6	6	7	8	9	-7,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36	116	101	109	109	109	113	117	3,1%
Andere aktivierte Eigenleistungen	2	2	2	-	-	-	-	-	
EBITDA (vor Anpassung)	85	118	125	171	232	275	311	346	22,7%
Bewertungstechnische Anpassung	n.a.	n.a.	n.a.	2	3	3	2	2	
EBITDA (nach Anpassung)	85	118	125	174	235	278	313	348	22,8%
Marge (in %)	29,4%	23,7%	22,0%	24,8%	28,5%	29,2%	29,9%	31,0%	
Abschreibungen	10	36	61	49	33	31	27	23	-17,6%
EBIT (nach Anpassung)	75	82	63	125	201	247	286	325	38,8%
Marge (in %)	26,0%	16,5%	11,1%	17,9%	24,4%	25,9%	27,3%	28,9%	
Finanzergebnis	-3	-3	-3	-1	0	0	0	0	
Außerordentliches Ergebnis	-	-13	-4	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern (exkl. Ber.)	73	66	56	124	201	247	286	325	42,4%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	23	20	29	35	62	74	88	101	28,3%
Effektive Steuerrate (in %)	31,0%	30,3%	52,4%	28,4%	31,0%	30,1%	30,9%	31,2%	
Jahresüberschuss	50	46	26	89	139	173	198	224	53,3%
Marge (in %)	17,3%	n.a.	n.a.	12,7%	16,8%	18,1%	18,9%	19,9%	

Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Im Jahr 2015 hat Drillisch die TPH-Gruppe erworben, die im Wesentlichen Umsatzerlöse aus dem Vermittlungsgeschäft erzielte. Das Geschäft der TPH-Gruppe wurde durch Drillisch rest-

rukturiert und die Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe im Januar 2017 weiterveräußert. Aus diesem Grund wurde die historisch Ertragslage um das operative Ergebnis der Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe für die Jahre 2015 und 2016 überschlägig bereinigt:

Gewinn- und Verlustrechnung - Bereinigungen

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen		Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	2015	2016	2014	2015	2016
Umsatzerlöse	290	630	710	-130	-143	290	499	567
Wachstum (in %)		117,3%	12,8%				72,4%	13,5%
Materialaufwand	147	375	431	-131	-122	147	244	309
Rohhertrag	143	254	279	0,5	-21	143	255	258
Marge (in %)	49,2%	40,4%	39,3%			49,2%	51,1%	45,5%
Personalaufwand	25	47	60	-9	-11	25	38	49
Sonstige betriebliche Erträge	1	20	19	-5	-5	1	15	14
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36	125	119	-9	-19	36	116	101
Andere aktivierte Eigenleistungen	2	2	2	-	-	2	2	2
EBITDA	85	105	120	13	4	85	118	125
Marge (in %)	29,4%	16,7%	16,9%			29,4%	23,7%	22,0%
Abschreibungen	10	36	61	-	-	10	36	61
EBIT	75	69	59	13	4	75	82	63
Marge (in %)	26,0%	11,0%	8,3%			26,0%	16,5%	11,1%
Finanzergebnis	-3	-3	-3	-	-	-3	-3	-3
Außerordentliches Ergebnis	-	0	-	-	-	-	0	-
Ergebnis vor Ertragsteuern (nach Bereinigungen)	73	66	56	13	4	73	79	60
Rückanpassung Summe Bereinigungen	n.a.	n.a.	n.a.	-13	-4	n.a.	-13	-4
Ergebnis vor Ertragsteuern (vor Bereinigungen)	73	66	56	-	-	73	66	56
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	23	20	29	-	-	23	20	29
Effektive Steuerrate (in %)	31,0%	30,3%	52,4%			31,0%	30,3%	52,4%
Jahresüberschuss	50	46	26	-	-	50	46	26
Marge (in %)	17,3%	7,3%	3,7%			17,3%	n.a.	n.a.

Im Geschäftsjahr 2015 betragen die Umsatzerlöse aus Vermittlungsgeschäft der Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe rd. EUR 130 Mio. und rd. EUR 143 Mio. im Jahr 2016. Der Materialaufwand beträgt im Jahr 2015 rd. EUR 131 Mio. und im Jahr 2016 rd. EUR 122 Mio. Hieraus ergibt sich eine Bereinigung des Rohertrags um EUR -0,5 Mio. im Jahr 2015 und von EUR 21 Mio. im Jahr 2016. In Bezug auf den Personalaufwand wurden Bereinigungen i.H.v. EUR 9 Mio. im Jahr 2015 und EUR 11 Mio. im Jahr 2016 sowie in Bezug auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen i.H.v. EUR 9 Mio. im Jahr 2015 und EUR 19 Mio. im Jahr 2016 vorgenommen. Hieraus resultiert eine Bereinigung des EBITDA für das Jahr 2015 i.H.v. EUR 13 Mio. und für das Jahr 2016 i.H.v. EUR 4 Mio. in Summe. Weitere Bereinigungen unterhalb des EBITDA wurden nicht vorgenommen.

Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

Die Umsatzerlöse von Drillisch stiegen vor Bereinigungen von EUR 290 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 630 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 710 Mio. im Jahr 2016. Das Wachstum der Umsatzerlöse war zum einen auf einen Anstieg der „Service Revenues“ für die Bereitstellung von Mobilfunkleistungen (Daten und Sprache) zurückzuführen. Diese stiegen von EUR 285 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 434 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2016 stiegen die „Service Revenues“ um EUR 118 Mio. auf EUR 551 Mio. Dieser Entwicklung liegt ein Anstieg der MVNO Teilnehmer von 1.928 Tsd. im Jahr

2014 auf 2.587 Tsd. im Jahr 2015 bzw. 3.359 Tsd. im Jahr 2016 zugrunde. Aufgrund der steigenden Marktdurchdringung der Smartphones, der steigenden Verbindungsgeschwindigkeiten und dem hohen Konsum datenintensiver Inhalte nahm innerhalb der Gruppe der MVNO Teilnehmer die Anzahl der margenstärkeren Budget-Teilnehmer von 1.211 Tsd. im Jahr 2014 auf 1.932 Tsd. im Jahr 2015 bzw. 2.863 Tsd. im Jahr 2016 zu.⁷⁵ Dies entspricht einer Wachstumsrate von 59,5% bzw. 48,2%.

Im Segment „other revenues“ wies Drillisch im Jahr 2015 einen Anstieg der Umsatzerlöse von EUR 5 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 196 Mio. aus. Diese Zunahme resultierte aus der erstmaligen Konsolidierung der TPH-Gruppe, welche Provisionserlöse aus der Vermittlung von Mobilfunkleistungen realisierte. Mit der Umstellung auf das MVNO-Geschäftsmodell und der Veräußerung der Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe plant Drillisch jedoch mittelfristig mit einer vollständigen Einstellung dieses Geschäfts. Entsprechend sanken bereits im Geschäftsjahr 2016 die „other revenues“ im Vergleich zum Vorjahr um EUR 37 Mio. auf EUR 159 Mio.

Nach Bereinigung der Umsatzerlöse aus dem Vermittlungsgeschäft der Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe stiegen die Umsatzerlöse von EUR 290 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 499 Mio. im Jahr 2015 und EUR 567 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einer Wachstumsrate von 72,4% im Jahr 2015 und 13,5% im Jahr 2016. Das Wachstum der Umsatzerlöse auf bereinigter Basis verdeutlicht das starke Wachstum der Kundenzahlen und des Umsatzes im reinen MVNO-Geschäft von Drillisch.

In Summe verzeichnete Drillisch ein Wachstum des Kundenbestands von 2.070 Tsd. im Jahr 2014 auf 2.678 Tsd. im Jahr 2015 und 3.430 Tsd. im Jahr 2016.

Der Materialaufwand stieg von EUR 147 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 375 Mio. im Jahr 2015 und EUR 431 Mio. im Jahr 2016. Dieser enthält neben dem Aufwand für den Einkauf des Datenvolumens und der Sprachtelefonie- und SMS-Dienstleistungen bei den Netzbetreibern Telefónica und Vodafone auch Provisionszahlungen an externe Vertriebs- und Kooperationspartner. Dabei wuchs der Materialaufwand insbesondere im Online-Segment unterproportional zu den Umsatzerlösen, während die Provisionsaufwendungen im Offline-Segment überproportional stiegen. Nach Bereinigungen betrug der Materialaufwand EUR 244 Mio. im Jahr 2015 und EUR 309 Mio. im Jahr 2016.

Der Rothertrag stieg von EUR 143 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 254 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 279 Mio. im Jahr 2016. Der Anstieg resultierte aus dem insgesamt gestiegenen Kundenbestand und der qualitativen Verbesserung des Tarif-Mixes. Aufgrund der erstmaligen Konsolidierung des margenschwachen Vermittlungsgeschäfts der TPH-Gruppe nahm die Rothertragsmarge im Jahr 2015 von 49,2% im Jahr 2014 auf 40,4% ab. Trotz deutlich erhöhter Aufwendungen für die Neukundengewinnung, wie z.B. Provisionszahlungen, geringere einmalige Anschlussgebühren bei Vertragsabschluss und Gutschriften für „Freunde-werben-Freunde“-Aktionen war die Rothertragsmarge im Jahr 2016 mit 39,3% im Vergleich zum Vorjahr nahezu unverändert.

Nach Bereinigungen betrug der Rothertrag EUR 255 Mio. im Jahr 2015 und 258 Mio. im Jahr 2016. Die Rothertragsmarge ist nach Bereinigungen deutlich verbessert. Sie betrug im Jahr 2014 49,2%,

⁷⁵ Budget-Kunden verfügen im Gegensatz zu Volumen-Kunden über Flatrate-Angebote der Drillisch. Volumen-Kunden dagegen zahlen entsprechend der konsumierten Leistungen.

im Jahr 2015 51,1% und im Jahr 2016 45,5%. Die verbesserte Rohertragsmarge nach Bereinigungen verdeutlicht das margenschwache Vermittlungsgeschäft der TPH-Gruppe und die strategische Entscheidung von Drillisch die Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe zu restrukturieren und zu veräußern.

Der Personalaufwand stieg von EUR 25 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 47 Mio. im Jahr 2015 und EUR 60 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einer Abnahme der Personalaufwandsquote von 8,5% im Jahr 2014 auf 7,5% im Jahr 2015 und einem Anstieg auf 8,4% im Jahr 2016. Die durchschnittliche Mitarbeiteranzahl betrug im Jahr 2014 355. Mit der erstmaligen Konsolidierung der TPH-Gruppe und den von der Telefónica erworbenen Filialen, stieg die durchschnittliche Mitarbeiteranzahl im Jahr 2015 um 378 auf 733 Full-time Equivalents. Im Jahr 2016 wuchs die Anzahl der Full-time Equivalents nochmals um 183 auf 916. Im Jahr 2016 wurde zudem im Personalaufwand der Aufwand für die Bildung einer Restrukturierungsrückstellung im Rahmen der Neuausrichtung der TPH-Gruppe i.H.v. EUR 5 Mio. erfasst.

Nach Bereinigungen betrug der Personalaufwand EUR 38 Mio. im Jahr 2015 und EUR 49 Mio. im Jahr 2016. Die TPH-Gruppe wies im Jahr 2015 198 FTE und im Jahr 88 FTE aus. Für den bereinigten Personalaufwand wurde angenommen, dass 11 FTE der TPH-Gruppe, die im Bereich der Hardwarelogistik und der Shop-Verwaltung tätig sind, im Drillisch-Konzern verbleiben werden.

Die sonstigen betrieblichen Erträge stiegen von EUR 1 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 20 Mio. im Jahr 2015. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge war im Wesentlichen auf außerordentliche Effekte im Zusammenhang mit dem Erwerb der TPH-Gruppe und der Filialen von der Telefónica zurückzuführen. Insbesondere sind hier Ausgleichszahlungen für übernommene Leasingverpflichtungen i.H.v. EUR 10 Mio., Mieterlöse aus den Shops i.H.v. EUR 3 Mio. und Versicherungsentschädigungen bzw. Erstattung von Mahngebühren i.H.v. EUR 3 Mio. enthalten. Im Jahr 2016 betrugen die sonstigen betrieblichen Erträge EUR 19 Mio. und entfielen im Wesentlichen auf Auflösungen aus Kaufpreisverbindlichkeiten i.H.v. EUR 8 Mio., Auflösung von Rückstellungen und Wertberichtigungen i.H.v. EUR 3 Mio. und Mieterlösen aus den Shops i.H.v. EUR 2 Mio. Nach Bereinigungen verbleiben sonstige betriebliche Erträge von EUR 15 Mio. im Jahr 2015 und EUR 14 Mio. im Jahr 2016.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nahmen im Jahr 2015 von EUR 36 Mio. im Vorjahr auf EUR 125 Mio. zu. Im Jahr 2016 betrugen sie EUR 119 Mio. Dies entspricht einer Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von 12,4% im Jahr 2014, 19,8% im Jahr 2015 und 16,8% im Jahr 2016. Der Anstieg im Jahr 2015 resultiert im Wesentlichen aus einem Anstieg der Aufwendungen für Werbung um EUR 51 Mio. auf EUR 65 Mio. im Rahmen der TV-, Radio und Out of Home-Kampagnen für die Marken smartmobil.de und yourfone. Zudem stiegen die Aufwendungen für Fremdleistungen von EUR 7 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 16 Mio., die Mietaufwendungen von EUR 9 Mio. auf EUR 10 Mio. aufgrund der Inbetriebnahme der yourfone-Shops und die Rechts- und Beratungskosten aufgrund der Unternehmenserwerbe von EUR 3 Mio. auf EUR 8 Mio. Die Wertberichtigungen auf Forderungen stiegen aufgrund der Bereinigung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen der TPH-Gruppe ebenfalls von EUR 5 Mio. auf EUR 11 Mio. In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurde ein Anstieg der Mietaufwen-

dungen auf EUR 17 Mio., die im Vorjahr nur zeitanteilig erfasst waren, und ein Anstieg der Wertberichtigungen auf EUR 16 Mio. berücksichtigt. Demgegenüber steht im Jahr 2016 eine Abnahme der Werbungskosten um EUR 31 Mio. auf EUR 33 Mio., welcher eine Verschiebung weg von allgemeiner Markenwerbung hin zu direkten und rohertragswirksamen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Neukundengewinnung zugrunde liegt. Nach Bereinigungen betragen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen EUR 116 Mio. im Jahr 2015 und EUR 101 Mio. im Jahr 2016.

Das EBITDA stieg von EUR 85 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 105 Mio. im Jahr 2015 und EUR 120 Mio. im Jahr 2016. Aufgrund des hohen Umsatzwachstums entsprach dies einer Abnahme der EBITDA-Marge i.H.v. 29,4% im Jahr 2014 auf 16,7% im Jahr 2015 bzw. 16,9% im Jahr 2016. Nach Bereinigungen beträgt das EBITDA EUR 118 Mio. im Jahr 2015 und EUR 125 Mio. im Jahr 2016. Dies entsprach einer EBITDA-Marge von 23,7% im Jahr 2015 und 22,0% im Jahr 2016, die aufgrund des negativen EBITDA der Vertriebsorganisation der TPH-Gruppe deutlich verbessert gegenüber dem unbereinigten Ausweis ist.

Die Entwicklung des Anlagevermögens und damit auch der Abschreibungen war gekennzeichnet durch die Kaufpreisallokation im Zusammenhang mit dem Erwerb der Telefónica-Filialen und der TPH-Gruppe. Die Abschreibungen stiegen von EUR 10 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 36 Mio. im Jahr 2015 und EUR 61 Mio. im Jahr 2016. Drillisch erfasste erstmalig pro rata temporis Abschreibungen auf immaterielle Wirtschaftsgüter i.H.v. EUR 16 Mio. im Jahr 2015. Zudem entfielen erstmalige Abschreibungen i.H.v. EUR 5 Mio. auf die Aktivierung des Nutzungsrechtes aus dem MBA MVNO-Vertrag i.H.v. EUR 150 Mio., welches insgesamt über 15 Jahre abgeschrieben wird. Im Jahr 2016 erhöhten sich die Abschreibungen, da die im Rahmen der Kaufpreisallokation identifizierten Vermögenswerte und das Nutzungsrecht aus dem MBA MVNO-Vertrag über das volle Geschäftsjahr abgeschrieben wurden. Zudem ist der Firmenwert der TPH-Gruppe i.H.v. EUR 9 Mio. wertgemindert worden. Für die Abschreibungen wurden keine Bereinigungen vorgenommen.

Das EBIT sank u.a. aufgrund der gestiegenen Abschreibungen von EUR 75 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 69 Mio. im Jahr 2015 und EUR 59 Mio. im Jahr 2016. Dies entsprach einer Abnahme der EBIT-Marge von 26,0% im Jahr 2014 auf 11,0% im Jahr 2015 und 8,3% im Jahr 2016. Da keine Bereinigungen der Abschreibungen vorgenommen wurden, ist analog zum bereinigten EBITDA auch ein verbessertes EBIT nach Bereinigungen festzustellen. Dies betrug im Jahr 2015 EUR 82 Mio. und EUR 63 Mio. im Jahr 2016. Die EBIT-Marge betrug im Jahr 2015 16,5% und im Jahr 2016 11,1%. Die Abnahme der EBIT-Marge vom Jahr 2016 im Vergleich zum Vorjahr 2015 ist damit ebenfalls durch den Anstieg der Abschreibungen zu erklären.

Das Finanzergebnis betrug in den Jahren 2014 bis 2016 jeweils EUR -3 Mio. Zudem weist Drillisch ein außerordentliches Ergebnis i.H.v. EUR 0,3 Mio. aus nicht fortgeführten Unternehmensbereichen aus.

Im Rahmen des außerordentlichen Ergebnisses erfolgt die Anpassung um die Summe der Bereinigungen, so dass das Ergebnis vor Steuern und der Jahresüberschuss dem tatsächlich im Geschäftsbericht ausgewiesenen IST-Werten entsprechen. Insbesondere ist aufgrund des Jahresfehlbetrags der TPH-Gruppe keine Bereinigung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag notwendig. Be-

stehende steuerliche Verlustvorträge der TPH-Gruppe können nicht auf Ebene des Drillisch-Konzerns genutzt werden, da mit der TPH-Gruppe kein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde.

Steuern vom Einkommen und vom Ertrag betragen im Geschäftsjahr 2014 EUR 23 Mio., EUR 20 Mio. im Jahr 2015 und EUR 29 Mio. im Jahr 2016. Dies entsprach einer effektiven Steuerrate von 31,0% im Jahr 2014, 30,3% im Jahr 2015 und 52,4% im Jahr 2016. Die hohe Steuerrate im Geschäftsjahr 2016 war im Wesentlichen auf nicht liquiditätswirksame Veränderungen von aktiven latenten Steuern zurückzuführen.

Der Jahresüberschuss sank von EUR 50 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 46 Mio. im Jahr 2015 und EUR 26 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einer Abnahme der Marge von 17,3% im Jahr 2014 auf 7,3% im Jahr 2015 und 3,7% im Jahr 2016.

3.1.4.2. Vermögenslage

Im Folgenden wird die historische Vermögenslage von Drillisch für die Jahre 2014 bis 2016 dargestellt. Zudem wird eine Bereinigung der Vermögenslage für nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorgenommen, welches bei der Bewertung von Drillisch als Sonderwert berücksichtigt wird. Eine Bereinigung der Vermögenslage um die veräußerte Vertriebsorganisation wurde nicht vorgenommen, da entsprechende Pro-Forma Bilanzen nicht durch Drillisch erstellt wurden.

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen		Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	Nr.	2016	2014	2015	2016
Firmenwerte	67	107	99	-	-	67	107	99
Handelsmarken	7	48	48	-	-	7	48	48
Kundenbeziehungen	-	57	37	-	-	-	57	37
Selbst erstellte Software	3	4	4	-	-	3	4	4
Zugekaufte Lizenzen und Nutzungsrechte	21	162	167	-	-	21	162	167
Immaterielle Vermögenswerte	99	378	354	-	-	99	378	354
Mietereinbauten	0	3	4	-	-	0	3	4
Betriebs- und Geschäftsausstattung	3	8	7	-	-	3	8	7
Sachanlagen	3	11	11	-	-	3	11	11
Finanzanlagen	0	0	1	-	-	0	0	1
Anlagevermögen	101	390	365	-	-	101	390	365
Handelswaren (netto)	3	30	7	-	-	3	30	7
Geleistete Anzahlungen	2	2	3	-	-	2	2	3
Vorräte	5	32	10	-	-	5	32	10
Ford. aus Liefer. und Leist. (netto)	48	89	93	-	-	48	89	93
Liquide Mittel	317	123	93	I.	-73	317	123	20
Steuererstattungsansprüche	2	7	0	-	-	2	7	0
Aktive latente Steuern	1	15	13	-	-	1	15	13
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2	32	5	-	-	2	32	5
Vermögen der Veräußerungsgruppe	-	-	17	II.	-17	-	-	-
Sonstiges Umlaufvermögen	4	55	35	-	-17	4	55	18
Umlaufvermögen	374	299	230	-	-90	374	299	140
Summe Aktiva	476	689	595	-	-90	476	689	505

Die Bilanzsumme von Drillisch stieg von EUR 476 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 689 Mio. im Jahr 2015 aufgrund des Erwerbs der yourfone GmbH, der TPH-Gruppe und der Filialen von der Telefónica. Im Jahr 2016 nahm die Bilanzsumme auf EUR 595 Mio. ab.

Das Anlagevermögen stieg von EUR 101 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 390 Mio. im Jahr 2015 und sank anschließend auf EUR 365 Mio. im Jahr 2016. Es enthält als immaterielle Vermögenswerte im Wesentlichen Firmenwerte, Handelsmarken, Kundenbeziehungen sowie Nutzungsrechte und als Sachanlagevermögen Mietereinbauten sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung.

Der Bilanzposten Firmenwerte betraf im Jahr 2014 im Wesentlichen die Drillisch Telecom GmbH i.H.v. EUR 67 Mio. Im Zusammenhang mit dem Erwerb der yourfone, GTCOM und TPH-Gruppe resultierte ein Anstieg der Firmenwerte um EUR 40 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 107 Mio. Die Abnahme im Jahr 2016 resultierte aus der Abschreibung des Firmenwertes der TPH-Gruppe im Rahmen des Impairment-Tests. Der Anstieg des Bilanzpostens Handelsmarken im Jahr 2015 resultierte aus der Identifizierung und Aktivierung der Handelsmarke yourfone. Zudem wurden im Jahr 2015 Kundenbeziehungen der yourfone und der TPH-Gruppe i.H.v. EUR 57 Mio. aktiviert.

Im Bilanzposten zugekaufte Lizenzen und Nutzungsrechte wurde im Jahr 2015 zudem das aus dem MBA MVNO-Vertrag entstandene Nutzungsrecht in Bezug auf das Telefónica-Netz i.H.v.

EUR 150 Mio. aktiviert. Das Nutzungsrecht wird entsprechend der Laufzeit des MBA MVNO-Vertrages über eine Laufzeit von 15 Jahren abgeschrieben. Für die Nutzung des Tiber-Netzes leistete Drillisch einen einmaligen Investitionsbeitrag i.H.v. EUR 150 Mio. für den Ausbau des LTE-Netzes und zukünftige Technologien. Nach Ablauf der Grundlaufzeit von 5 Jahren fließen die weiteren Aufwendungen für alle Komponenten unter dem MBA MVNO-Vertrag direkt in den Wareneinsatz. Weitere Investitionen, etwa für Zugangsrechte oder Ausbau des LTE-Netzes, sind bis zum Ende Laufzeit des MBA MVNO-Vertrages nicht vorgesehen.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen betragen im Jahr 2014 EUR 48 Mio. und stiegen auf EUR 89 Mio. im Jahr 2015 und EUR 93 Mio. im Jahr 2016. Die ausgewiesenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stellen bereits Nettowerte unter Berücksichtigung von Wertberichtigungen auf nicht werthaltige Forderungen dar.

Die liquiden Mittel nahmen von EUR 317 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 123 Mio. im Jahr 2015 und EUR 93 Mio. im Jahr 2016 ab. Gemäß Auskunft von Drillisch wird operativ ein Kassenbestand von ca. EUR 20 Mio. benötigt, was auf Basis von 2016 etwa 3% der Umsatzerlöse entspricht. Zudem plant die Gesellschaft nach dem Bilanzstichtag Dividenden i.H.v. EUR 99 Mio. auszuschütten. Entsprechend wurde der Kassenbestand auf den operativen Mindestkassenbestand von EUR 20 Mio. reduziert und eine Finanzierung der nicht durch liquide Mittel gedeckten Dividendenzahlung über einen Kontokorrentkredit i.H.v. EUR 40 Mio. angenommen (siehe Bereinigung I.).

Sonstiges Umlaufvermögen bestand im Jahr 2014 i.H.v. EUR 4 Mio. Im Jahr 2015 stieg das sonstige Umlaufvermögen auf EUR 55 Mio. und sank im Jahr 2016 auf EUR 35 Mio. Es enthält Steuererstattungsansprüche, aktive latente Steuern, sonstige kurzfristige Vermögenswerte und Vermögen der Veräußerungsgruppe. Die aktiven latenten Steuern entstanden im Jahr 2015 i.H.v. EUR 15 Mio. aus der Neubewertung von Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit den durchgeführten Kaufpreisallokation. Der Anstieg der sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte im Jahr 2014 betraf Forderungen gegenüber Netzbetreibern i.H.v. EUR 24 Mio.

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen		Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	Nr.	2016	2014	2015	2016
Gezeichnetes Kapital	59	60	60	III.	6	59	60	66
Kapitalrücklagen	231	296	296	I.-IV.	-96	231	296	200
<i>Andere Gewinnrücklagen</i>	31	31	31	I.	-31	31	31	-
<i>Sonstiges Eigenkapital</i>	-1	-0	-1		-	-1	-0	-1
Bilanzgewinn/Bilanzverlust	11	-33	-103	IV.	103	11	-33	-
Eigenkapital	331	353	283		-19	331	353	265
Kurzfristige Rückstellungen	0	12	11		-	0	12	11
Passive latente Steuern	3	31	28		-	3	31	28
Rückstellungen	3	43	39		-	3	43	39
Schuldverschreibungen	89	91	94	III.	-94	89	91	-
Leasingverbindlichkeiten	2	1	2		-	2	1	2
Verb. gegenüber Kreditinstituten	-	-	50		-	-	-	50
Kontokorrentkredit	-	-	-	I./III.	40	-	-	40
Pensionsrückstellungen	2	1	2		-	2	1	2
Verzinsliche Verbindlichkeiten	92	94	148		-54	92	94	93
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	22	81	45		-	22	81	45
Steuerverbindlichkeiten	7	5	11		-	7	5	11
Erhaltene Anzahlungen	6	5	4		-	6	5	4
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	-	75	6		-	-	75	6
Sonstige Verbindlichkeiten	14	32	42		-	14	32	42
Schulden der Veräußerungsgruppe	-	-	17	II.	-17	-	-	-
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	49	198	125		-17	49	198	109
Summe Passiva	476	689	595		-90	476	689	505

Nach einem Anstieg des Eigenkapitals im Jahr 2014 von EUR 331 Mio. auf EUR 353 Mio. im Jahr 2015 sank das Eigenkapital auf EUR 283 Mio. im Jahr 2016. Grund für die Abnahme des Eigenkapitals war im Wesentlichen die Ausschüttung von Dividenden i.H.v. EUR 77 Mio. im Jahr 2014, EUR 90 Mio. im Jahr 2015 und EUR 96 Mio. im Jahr 2016. Das gezeichnete Kapital zum 31. Dezember 2016 ist eingeteilt in 54.764.649 Stückaktien mit einem rechnerischen Nennwert von EUR 1,10 je Aktie. Im Mai 2015 führte der Vorstand eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage aus genehmigtem Kapital durch und hat 1.575.634 Aktien zu einem Preis von EUR 42,2667 ausgegeben. In die Kapitalrücklage wurden dabei EUR 64 Mio. eingestellt. Die Kapitalerhöhung diente der Finanzierung eines Teils des Kaufpreises der TPH-Gruppe.

Im Eigenkapital wurden Bereinigungen im Zusammenhang mit der Ausschüttung der Dividende für das Geschäftsjahr 2016 i.H.v. EUR 99 Mio. (Bereinigung I.) sowie des Nettovermögens aus der Veräußerungsgruppe i.H.v. EUR 0,4 Mio. (Bereinigung II.) vorgenommen. Vermögen und Verbindlichkeiten der Veräußerungsgruppe waren auf die zum 31. Dezember 2016 zur Veräußerung vorgesehene Phone House Telecom Vertrieb GmbH zurückzuführen. Die Veräußerung erfolgte im Januar 2017, so dass der Nettovermögenswert als Sonderwert bei der Bewertung zum technischen Bewertungsstichtag zu berücksichtigen ist.

Zudem wurden Bereinigungen im Eigenkapital im Zusammenhang mit der Wandlung der Wandelanleihe durchgeführt. Im Jahr 2013 hat Drillisch eine Wandelanleihe mit einem Nominalwert von EUR 100 Mio. und einem Zinskupon von 0,75% begeben. Die Wandelanleihe wird mit ihrem beizulegenden Zeitwert unter der Annahme eines Diskontierungszinssatzes von 3,47% ausgewiesen und

entsprechend der Effektivzinsmethode aufgezinnt. Entsprechend stieg ihr Buchwert von EUR 89 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 94 Mio. im Jahr 2016 an. Da die Wandlung der Anleihe zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme zu einem rechnerischen Bezugspreis erfolgen kann, der unter dem Börsenkurs der Drillisch Aktien liegt, wurde die vollständige Wandlung der Wandelanleihe nach der Kontrollklausel unter Berücksichtigung eines Barausgleichs i.H.v. ca. EUR 14 Mio. angenommen und entsprechende Bereinigungen vorgenommen (Bereinigung III). Hierdurch erhöht sich das gezeichnete Kapital um EUR 6 Mio. und die Kapitalrücklage um EUR 75 Mio. Die bis zum Ende der Laufzeit anfallenden Zinsaufwendungen i.H.v. EUR 6 Mio. wurden ebenfalls im Eigenkapital erfasst. Darüber entsteht aus der Barauszahlung der Anleihegläubiger, die aufgrund des begrenzten bedingten Kapitals ihre Anleihen nicht in Aktien wandeln können, ein Mehraufwand von EUR 9 Mio., der ebenfalls im Eigenkapital zu berücksichtigen ist.

Darüber hinaus wurden im Eigenkapital bestehende Verlustvorträge i.H.v. EUR 103 Mio. (Bereinigung IV) in die Kapitalrücklage umgegliedert.

Die Rückstellungen betragen im Jahr 2014 in Summe EUR 3 Mio. Nach einem Anstieg auf EUR 43 Mio. im Jahr 2015 sanken sie im Jahr 2016 auf EUR 39 Mio. Sie umfassen kurzfristige Rückstellungen und passive latente Steuern. Die passiven latenten Steuern i.H.v. EUR 31 Mio. entstanden im Jahr 2015 durch die Aktivierung der immateriellen Vermögenswerte im Rahmen der Kaufpreisallokation. Die Rückstellungen betreffen im Wesentlichen Rückstellungen i.H.v. EUR 5 Mio. für Provisionszahlungen, Rückbauverpflichtungen für die Shops i.H.v. EUR 2 Mio. und Rückstellungen für Prozessrisiken i.H.v. EUR 2 Mio.

Neben der Wandelanleihe bestanden u.a. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten im Jahr 2016 i.H.v. EUR 50 Mio. Diese betreffen die Inanspruchnahme eines Kontokorrentkredits i.H.v. insgesamt EUR 50 Mio. bei der Commerzbank und der BHF Bank. Der Kontokorrentkredit wird vertragsgemäß i.H.v. EURIBOR zuzüglich einer Marge von 0,85% p.a. verzinst. Der Kreditvertrag hat eine Laufzeit bis zum 19. Dezember 2019.

Zudem besteht nach Bereinigungen ein Kontokorrentkredit i.H.v. EUR 40 Mio., der aus Finanzierung der Dividendenausschüttung (Bereinigung I) und der Barauszahlung an Gläubiger der Wandelanleihe (Bereinigung III) zurückzuführen ist. Es bestanden weiterhin Leasingverbindlichkeiten für Hardware i.H.v. EUR 1 bis 2 Mio.

Die unverzinslichen Verbindlichkeiten stiegen im Jahr 2014 von EUR 49 Mio. auf EUR 198 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2016 sanken diese auf EUR 125 Mio. Sie enthielten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die im Wesentlichen gegenüber den Mobilfunknetzbetreibern und Vertriebspartner bestanden, Steuerverbindlichkeiten, erhaltene Anzahlungen, sonstige finanzielle Verbindlichkeiten und sonstige Verbindlichkeiten. Nach Bereinigungen betragen die unverzinslichen Verbindlichkeiten im Jahr 2016 EUR 109 Mio. (Bereinigungen II).

Der Anstieg im Jahr 2015 war einerseits auf die Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen i.H.v. EUR 59 Mio. durch die Erstkonsolidierung der TPH-Gruppe und yourfone zurückzuführen. Im Jahr 2016 wurden die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auf EUR 45 Mio. abgebaut.

Wesentliche Veränderungen ergaben sich zudem im Jahr 2015 für den Bilanzposten sonstige finanzielle Verbindlichkeiten, der im Jahr 2014 nicht bilanziert wurde und im Jahr 2015 einen Saldo von EUR 75 Mio. aufwies. Diese betrafen einmalige Effekte aus einer Vereinbarung mit einem Lieferanten i.H.v. EUR 40 Mio. und bedingte Kaufpreisverbindlichkeiten i.H.v. EUR 34 Mio. Im Jahr 2016 enthielt dieser Bilanzposten Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der TPH-Gruppe i.H.v. EUR 6 Mio.

Die sonstigen Verbindlichkeiten stiegen von EUR 14 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 32 Mio. im Jahr 2015 und EUR 42 Mio. im Jahr 2016. Sie enthalten Rechnungsabgrenzungsposten, Verbindlichkeiten aus Lohn und Gehalt sowie Lohnsteuer und übrige Verbindlichkeiten. Der Anstieg resultierte aus höheren Rechnungsabgrenzungsposten einerseits und der Übernahme von Personalverpflichtungen der TPH-Gruppe. Während im Jahr 2016 die Rechnungsabgrenzungsposten um EUR 14 Mio. reduziert wurden, enthält der Bilanzposten in diesem Jahr eine Kaufpreisverbindlichkeit aus dem Erwerb eines Markennutzungsrechtes der Telefónica i.H.v. EUR 25 Mio.

3.1.5. SWOT-Analyse

Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung von Drillisch aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der Gesellschaft einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für Drillisch.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

3.1.5.1. Stärken

Zu den wesentlichen Stärken von Drillisch zählen:

- Die Gestaltung eigener Tarife als MVNO bietet für Drillisch die Möglichkeit, schnell und flexibel auf neue Marktsituationen zu reagieren.
- Drillisch hat sich über den MBA MVNO-Vertrag mit Telefónica Zugang zu deren aktuellsten und zukünftigen Technologien gesichert. Dadurch bietet sich für Drillisch die Chance, die Marktposition zu stärken und das Geschäftsvolumen deutlich auszubauen.
- Der uneingeschränkte Zugang zu LTE und kommenden Zukunftstechnologien bietet für Drillisch die Möglichkeit, unabhängig in der Gestaltung neuer Produkte zu sein.
- Die Grundlaufzeit sowie Verlängerungsoptionen des MBA MVNO-Vertrags mit Telefónica ermöglichen eine Laufzeit von 15 Jahren und damit eine stabile langfristige Planung und Unternehmensentwicklung.

- Über den MBA MVNO-Vertrag hat Drillisch sich über die gesamte Laufzeit des Vertrages Einkaufskonditionen gesichert, die es Drillisch aufgrund von Preisanpassungsmechanismen langfristig erlauben zu vertraglich vereinbarten Konditionen Mobilfunkleistungen einkaufen zu können.
- Drillisch kann außerdem auf Basis des mit Telefónica geschlossenen MBA MVNO-Vertrags im Mobilfunknetz von Telefónica ein Full-MVNO oder sogar ein lizenzierter Mobilfunknetzbetreiber werden, wobei die Möglichkeit besteht, in der Aufbauphase eines eigenen Mobilfunknetzes zusätzlich auf das Mobilfunknetz von Telefónica zurück zu greifen.
- Mit seinen Marken „yourfone“ und „smartmobil“ hat sich Drillisch bereits im Mobilfunkmarkt als Anbieter mit einem attraktiven Preis-/Leistungsverhältnis positioniert.
- Im Vergleich zu Wettbewerbern ist Drillisch fokussiert auf den Vertrieb von Mobilfunkverträgen und ist im verwaltungsintensiven und margenschwachen Vertrieb von Endgeräten verhältnismäßig wenig aktiv.
- Die positiven operativen Ergebnisse und damit verbundenen Cashflows bieten Drillisch auch in Zukunft die Möglichkeit attraktive Dividenden auszuschütten und bei Bedarf zu vorteilhaften Konditionen Kapital aufzunehmen.
- Die Nutzung selbst erstellter Software bietet Drillisch Unabhängigkeit bei der Verwaltung der Kunden und Abrechnung erbrachter Leistungen und Dienstleistungen Dritter.
- Im Offline Segment bietet der Betrieb stationärer Standorte (Shops) die Chance für Drillisch auch im Flächenvertrieb und an zentralen Standorten den Vertrieb auszubauen.

3.1.5.2. Schwächen

Zu den wesentlichen Schwächen von Drillisch zählen:

- Drillisch verfügt als MVNO nicht über ein eigenes Netz und ist dadurch beim Leistungsangebot von Telefónica als Netzbetreiber und der Qualität des Telefónica-Netzes abhängig.
- Durch die im MBA MVNO-Vertrag fixierte Abnahmeverpflichtung von mindestens 20% der aktuellen und zukünftigen Netzkapazität von Telefónica bestehen derzeit ungenutzte Leerkapazitäten bei Drillisch.
- Aus dem Betrieb eigener Offline-Standorte resultieren Fixkosten, denen anfänglich noch keine Einnahmen in gleicher Höhe gegenüber stehen können.
- Drillisch nutzt zum Teil kurzfristige, variabel verzinsten Kreditlinien, deren Verzinsung sich nach vorab vereinbarten Finanzkennzahlen richtet. Ein Anstieg des Basiszinssatzes oder Veränderungen der Finanzkennzahlen können sich negativ auf die Ertragslage auswirken.

- Drillisch nutzt teilweise selbst entwickelte Softwaresysteme zur Verwaltung der Kunden und Abrechnung der erbrachten Leistungen. Ein Ausfall oder Unterbrechungen der Software könnte Drillisch daran hindern, zeitnah neue Mobilfunk-Produkte zu entwickeln und anzubieten.
- Drillisch ist stark abhängig von Schlüsselmitarbeitern und seinen Vorstandsmitgliedern. Ein Verlust dieser Schlüsselpersonen könnte sich negativ auf das Geschäft von Drillisch auswirken.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

3.1.5.3. Gelegenheiten

Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für Drillisch folgende wesentliche Gelegenheiten:

- Die stark wachsende Nachfrage nach Datenvolumen bietet Mobilfunkanbietern mit ausreichend verfügbaren Datenkapazitäten ein signifikantes Differenzierungspotential und die Möglichkeit Kunden zu gewinnen.
- Aufgrund der bereits hohen Sättigung des Mobilfunkmarktes können auf preissensible Kunden fokussierte MVNO ihre Marktanteile weiter steigern.
- Technologische Weiterentwicklungen können die Nutzung von mobilen Datenverbindungen weiter erhöhen und könnten zu einer Substitution von Breitbandverbindungen durch mobile Verbindungen führen.
- Es wird erwartet, dass die Nutzerzahlen gemessen an aktivierten SIM-Karten weiter steigen werden (z.B. durch weitere Verbreitung von mobilen Endgeräten und Internet of Things).
- Mögliche neue EU-Regulierungen könnten zur Stärkung der Wettbewerbsposition von MVNOs zur Erhöhung des Wettbewerbsdrucks auf MNOs führen.
- Eine erfolgreiche Einführung der eSIM durch Apple oder Samsung könnte die Abhängigkeit von den MNOs verringern, da die eSIM einen einfacheren Wechsel bzgl. des Vorleistungsbezugs von den einzelnen MNOs ermöglichen könnte. Dies könnte die Verhandlungsmacht der MVNOs gegenüber den MNOs stärken.

3.1.5.4. Gefahren

Markt- und wettbewerbsseitig ist Drillisch folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- Der Mobilfunkmarkt stagniert gemessen an den Umsatzerlösen, so dass Umsatzerlössteigerungen nur durch Verdrängung von Wettbewerbern und hohen Preiswettbewerb erzielt werden können. Eine Senkung der ARPU geht bei Drillisch mit einer Senkung des AG PPU je Kunde einher.

- Aufgrund öffentlicher Berichterstattung könnten Kunden das Mobilfunknetz der Telekom und Vodafone präferieren.
- Die neue EU-Verordnung zur Abschaffung von Roaming-Gebühren für Endkunden wirkt sich negativ auf die Umsatzerlöse von Mobilfunkanbietern aus. Weitere regulatorische Eingriffe wie eine weitere Senkung der festgelegten Terminierungsentgelte können zu sinkenden Umsatzerlösen führen.
- Die neue Roaming-Regulierung könnte die Gefahr darstellen, dass nicht-deutsche MVNOs die Regulierung für einen Markteintritt in Deutschland nutzen.
- Mögliche EU-Verordnungen zur Netzneutralität könnten zu einem Markteintritt weiterer MVNOs führen.
- OTT-Anbieter wie Whatsapp, iMessage oder Skype könnten klassische Mobilfunkdienstleistungen ersetzen.
- Unternehmen wie Apple oder Amazon könnten als MVNO im deutschen Mobilfunkmarkt aktiv werden. Käme es zum Markteintritt eines solchen großen internationalen Unternehmens, ist mit einem signifikanten Anstieg des Wettbewerbs im Mobilfunkmarkt zu rechnen. Denkbar wäre beispielsweise, dass das Mobilfunkgeschäft seitens Apple oder Amazon nur als unterstützendes Geschäftssegment angesehen und von anderen Geschäftssegmenten quersubventioniert wird. Dies würde eine aggressive Tarifpreisgestaltung ermöglichen.
- Die Einführung von im Smartphone festverbauten SIM-Karten (eSIM) könnte die Marktposition von MVNOs schwächen, da die Hardwarehersteller dann bestimmte Mobilfunkdienstleister von der Nutzung der Smartphones ausschließen könnten.
- Drillisch trägt das Risiko, dass Kunden ihre Zahlungsverpflichtungen aus Mobilfunkverträgen nicht erfüllen.

3.1.5.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

Für Drillisch ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- Aufgrund der Positionierung mit einem attraktiven Preis-/Leistungsverhältnis könnte die Gesellschaft überproportional an der steigenden Nachfrage nach Datenvolumen partizipieren und insbesondere preissensible Kunden gewinnen. Hierdurch könnte Drillisch trotz stagnierender Umsatzerlöse im Gesamtmobilfunkmarkt sowohl die Umsatzerlöse als auch den Marktanteil steigern.
- Durch den Zugang zu allen neuen technologischen Entwicklungen am Mobilfunkmarkt, könnte die Gesellschaft von zukünftigen Technologien im Vergleich zu den MVNO Wettbewerbern einen Vorteil besitzen und deshalb Marktanteile von diesen abnehmen.

- Der hohe Preisdruck könnte weiterhin aufgrund der Positionierung der Gesellschaft als Preisführer dazu führen, dass die Gesellschaft von dieser Entwicklung profitiert und sich gegenüber den Wettbewerbern absetzen kann bzw. Wettbewerber aus dem Markt ausscheiden.
- Die zunehmende Bedeutung von mobilen Datenverbindungen könnte der Gesellschaft durch ihren Fokus auf den Mobilfunkmarkt zusätzlich zu Gute kommen.
- Ein Wachstum der Kundenzahlen führt zu einer zunehmenden Nutzung der im MBA MVNO-Vertrag fixierten Mindestabnahmemengen und damit zu einer gesteigerten Profitabilität.

Für Drillisch bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:

- Die fixen Abnahmemengen des MBA MVNO-Vertrages und die daraus resultierenden Fixkosten schränken die Profitabilität von Drillisch ein, sofern die Steigerungen der Kundenzahlen und die Nutzung der Leerkapazitäten nicht gelingt.
- Eine Abschwächung der Konjunktur und eine negative Entwicklung der Einkommen und der privaten Konsumausgaben könnten sich zudem auf das Wachstum der Mobilfunkbranche und insbesondere auf das Warengeschäft auswirken. Der ausschließliche Fokus auf den deutschen Mobilfunkmarkt macht die Gesellschaft von den lokalen Entwicklungen abhängig und diese können sich nicht durch gegenläufige Effekte ausgleichen.
- Die EU-Regulierungsbehörden könnten mit weiteren Maßnahmen wie der Abschaffung der Roaming Gebühren dafür sorgen, dass Umsatzerlöse der Mobilfunkbetreiber wegbrechen. Eine weitere Neuerung bezüglich der Netzneutralität könnte eventuell dazu führen, dass sich der Wettbewerb nochmals deutlich verschärft.
- Würde die Wettbewerbsintensität so stark zunehmen, dass die Profitabilität der Marktteilnehmer stark zurückgeht, könnte sich dies trotz der guten Positionierung auch auf die Gesellschaft negativ auswirken.

Das Chancen-Risiko-Profil von Drillisch dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

3.2. Bewertungsobjekt 1&1 SE

3.2.1. Unternehmenshistorie

Der 1&1-Konzern findet seinen Ursprung im Jahr 1988 als die 1&1 EDV-Marketing GmbH in Montabaur gegründet wurde. Im Jahr 1992 startete 1&1 in Zusammenarbeit mit der Telekom universelle Online-Dienste und entwickelte sich in den folgenden Jahren zu einem Anbieter auf dem Hosting-Markt. Erstmals als Wettbewerber zur Telekom mit einem eigenen Internetdienst trat 1&1 im Jahr 1996 auf. Durch eine Beteiligung an einem Internet-Spezialisten erweiterte 1&1 ihre technologische Kompetenz und im Jahr 1999 wurde das erste eigene Rechenzentrum in Betrieb genommen.

Im Jahr 2000 startete 1&1 mit der Vermarktung von DSL-Produkten und erwarb im Jahr 2009 das DSL-Geschäft der Freenet mit 700.000 ehemaligen Freenet-DSL-Kunden.

Das Produktspektrum wurde im Jahr 2005 um eine Phone-Flat für DSL-Telefonie erweitert, zwei Jahre später stellte 1&1 einen Komplettanbieter für Internetnutzung und Telefonie dar, ohne einen Telekom Telefonanschluss zu benötigen. Im Jahr 2010 schlossen 1&1 und Vodafone den deutschlandweit ersten MVNO-Vertrag. Damit wurde das Produktportfolio um Mobilfunk-Angebote ausgebaut. Im Jahr 2014 kam ein weiteres Mobilfunkangebot im E-Netz hinzu.

Im Zuge des Erwerbs der Mehrheit am Festnetz- und Glasfasernetzbetreiber Versatel im September 2014 wurden die Geschäftsaktivitäten von United Internet in den Jahren 2014 und 2015 in die Geschäftsbereiche Access, Hosting und Portal untergliedert. Heute wird das DSL- und Mobilfunkgeschäft (Access) in Deutschland von der 1&1 SE im Wesentlichen mit ihrer Gesellschaft 1&1 Telecom Holding GmbH betrieben.

3.2.2. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

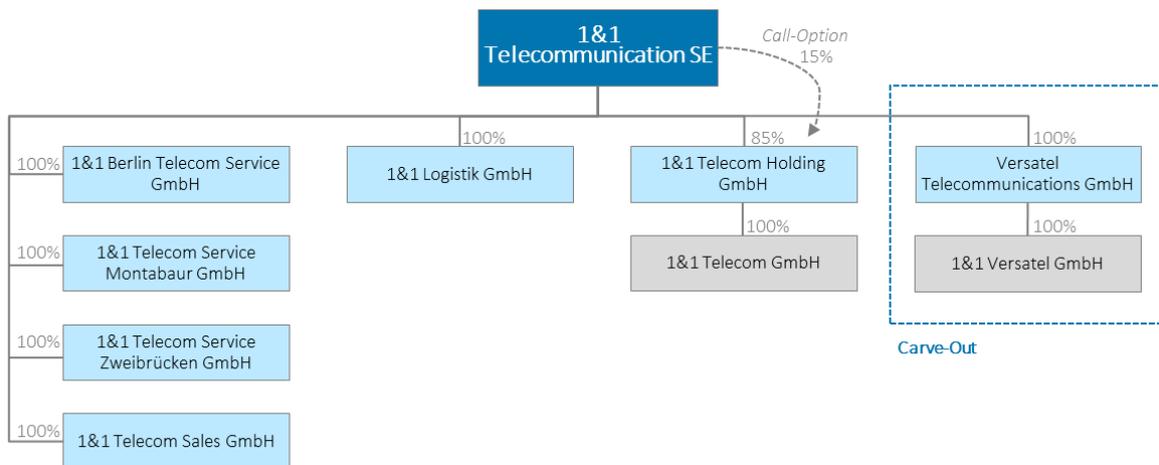
Die 1&1 SE ist eine europäische Aktiengesellschaft mit Sitz in Montabaur. Beim Amtsgericht Montabaur ist sie unter der Register-Nummer HRB 23963 im Handelsregister eingetragen.

Gemäß § 2 der Satzung umfasst der Unternehmensgegenstand der 1&1 SE den Erwerb, das Halten und die Verwaltung von Beteiligungen, insbesondere an solchen Unternehmen, die in den nachgenannten Geschäftsbereichen tätig sind. Gegenstand der 1&1 SE ist darüber hinaus die Übernahme von Beratungsaufgaben und Dienstleistungen aller Art bei der Anwendung von Telekommunikationsprodukten und dem Einsatz von Datenmehrwertdiensten, insbesondere über das Internet oder ähnliche Übertragungsmedien, der Handel mit Informationstechnologie-Produkten aller Art auf eigene und fremde Rechnung. Weiterhin umfasst die Geschäftstätigkeit die Publikation, Distribution und Erhebung von Daten aller Art in Datennetzen. In diesem Zusammenhang werden Vertrieb, Aufstellung und Schulungen im Bereich von elektronischen Daten-, Kommunikations- und Netzwerkanschlusssystemen, Herstellung und Vertrieb von Software sowie branchenübliche Dienstleistungen als weitere Aktivitäten der 1&1 SE beschrieben. Nicht Gegenstand der 1&1 SE sind Geschäfte, für die eine Genehmigung nach dem Kreditwesengesetz erforderlich sind.

Das Grundkapital der 1&1 SE beträgt EUR 121.000 und ist in 121.000 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Organisationsstruktur des 1&1 Teilkonzerns („1&1“)

Für die 1&1 SE als Teilkonzernmutter innerhalb des United Internet-Konzerns ist ein Carve-Out aus United Internet geplant. Bewertungsobjekt ist die 1&1 SE, welche über die folgenden Beteiligungen verfügt:



Die folgenden Ausführungen beziehen sich ausschließlich auf die 1&1 SE nach Carve-Out. Versatel wird nicht berücksichtigt.

Die 1&1 SE hält nach Carve-Out als Konzernmutter 100% der Kapitalanteile an der 1&1 Berlin Telecom Service GmbH, der 1&1 Telecom Service Montabaur GmbH, der 1&1 Telecom Service Zweibrücken GmbH, der 1&1 Logistik GmbH, und der 1&1 Telecom Sales GmbH. Außerdem hält die 1&1 SE 85% der Kapitalanteile an der 1&1 Telecom Holding GmbH, welche wiederum 100% der Kapitalanteile an der 1&1 Telecom GmbH hält.

Die Versatel GmbH soll vor der Transaktion zuvor mit ihren verbundenen Unternehmen aus dem 1&1-Konzern durch den Verkauf an eine nicht zur 1&1 SE gehörende Tochtergesellschaft (Erwerbgesellschaft) der United Internet herausgelöst werden.

Die restlichen 15% der Kapitalanteile der 1&1 Telecom Holding GmbH sind Gegenstand einer der 1&1 Service Telecom Holding Montabaur GmbH zustehenden Call-Option, deren Anteile auf die 1&1 SE übertragen werden sollen. Die Call-Option kann im Zeitraum vom 15. Januar 2018 bis zum 31. Januar 2018 gezogen werden. Die Option wird auskunftsgemäß im Januar 2018 ausgeübt. Aufgrund eines Gewinnbezugsrechts aus dieser Call-Option stehen alle Zuflüsse aus der 1&1 Service Telecom Holding GmbH Montabaur der 1&1 SE bereits mit Abschluss der Option zu. Somit wird die 1&1 Service Telecom Holding GmbH wirtschaftlich für Zwecke der Unternehmensbewertung zu 100% der 1&1 SE zugerechnet.

Umstrukturierungen der Finanzierung der 1&1 SE für die Transaktion

Der Kaufpreis für die Versatel sowie eine Darlehensforderung der 1&1 SE gegen Versatel sollen an die Erwerbengesellschaft verkauft und abgetreten werden. Die hieraus entstehenden Kaufpreisanprüche der 1&1 SE sollen nicht vollständig durch Zahlung, sondern in erster Linie durch Aufrechnung von Darlehensforderungen bedient werden. Zusätzlich wird eine Cash Pool-Forderung der United Internet AG gegen 1&1 durch Teilaufrechnung mit dem Kaufpreisanspruch und durch Einbringung der verbleibenden Forderung von United Internet AG in die 1&1 SE aufgelöst.

Nach diesen Abtretungen und Aufrechnungen verbleibt ein Kaufpreisanspruch der 1&1 SE gegenüber der Erwerbengesellschaft i.H.v. EUR 158 Mio., dem eine künftige Verbindlichkeit der 1&1 SE gegen eine andere Gesellschaft von United Internet i.H.v. EUR 156 Mio. aus der Ausübung der Call-Option zum Erwerb der ausstehenden 15% der Kapitalanteile der 1&1 Telecom Holding GmbH Call-Option sowie einer Steuerverbindlichkeit i.H.v. EUR 2 Mio. aus dem Verkauf der Versatel gegenübersteht.

Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge

Die 1&1 SE fungiert aus steuerlicher Sicht als Organträger und hat mit allen Tochtergesellschaften (Organgesellschaften) mit Ausnahme der 1&1 Telecom Holding GmbH einen Gewinnabführungsvertrag (im Folgenden „GAV“) abgeschlossen:

Übersicht Gewinnabführungsverträge

<u>Organgesellschaft</u>	<u>Abschluss</u>
1&1 Logistik GmbH	25. September 2014
1&1 Telecom Sales GmbH	25. September 2014
1&1 Berlin Telecom Service GmbH	25. November 2014
1&1 Telecom Service Montabaur GmbH	8. Juni 2015
1&1 Telecom Service Zweibrücken GmbH	8. Juni 2015

Gemäß Business Combination Agreement soll ein zwischen der 1&1 SE und der United Internet AG bestehender Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aufgelöst werden.

1&1 verfügt zum Bewertungsstichtag 12. Mai 2017 über steuerliche Verlustvorträge i.H.v. EUR 0,7 Mio., welche aufgrund Geringfügigkeit im Folgenden nicht weiter berücksichtigt werden.

3.2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

3.2.3.1. Geschäftsmodell

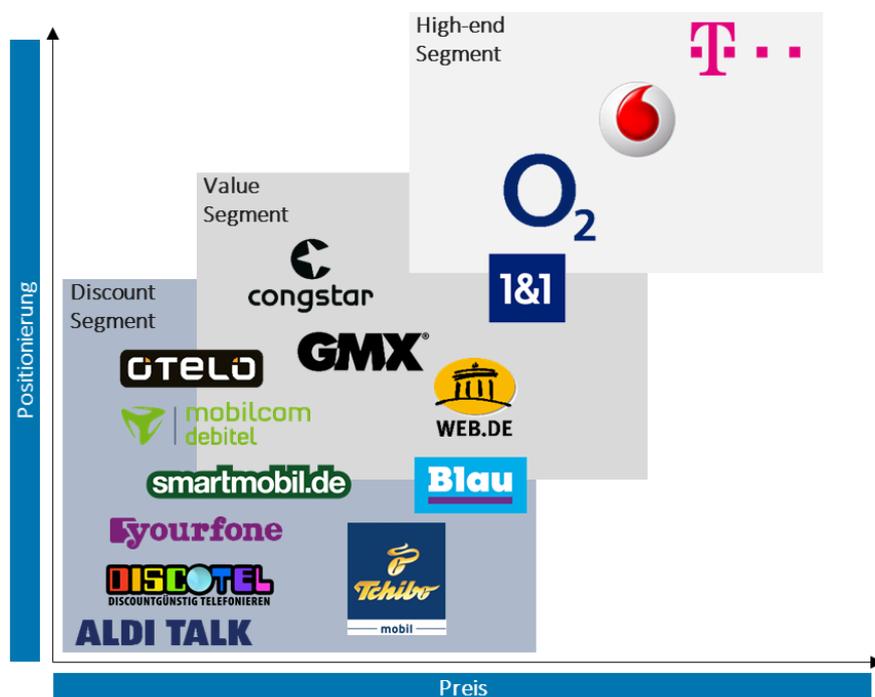
Mobilfunk- und Festnetzgeschäft

1&1 vertreibt kostenpflichtige Festnetz-Produkte (Segment Festnetz Access) und Mobilfunk-Produkte (Segment Mobile Access) im (stationären) Breitband- bzw. Mobilfunkmarkt sowie damit verbundenen Anwendungen wie z.B. Heimvernetzung, Online-Storage, Telefonie, Video-on-Demand und IPTV. 1&1 ist ausschließlich in Deutschland tätig und gliedert ihre Segmente nach den primären

Zugangsarten Festnetz und Mobilfunk. Die Gesellschaft kauft unternehmensintern und von externen Vorleistungsanbietern standardisierte Netzleistungen ein. Diese werden mit Endgeräten, selbstentwickelten Applikationen und Services weitervermarktet. Die Vermarktung der Produkte erfolgt über die Marken 1&1, GMX und WEB.DE mit denen verschiedene Zielgruppen im Markt adressiert werden. 1&1 erzielte im Jahr 2016 rund 55% ihrer Umsatzerlöse im Bereich Festnetz und rund 45% im Bereich Mobilfunk, wobei der Bereich Mobilfunk margenstärker ist.

Mobilfunkmarkt

1&1 positioniert sich im sog. Value Segment des Mobilfunkmarkts hauptsächlich mit Mobilfunkverträgen, die hochwertige Endgeräte umfassen. Gezielte Preisdifferenzierungen ermöglichen der 1&1 auch Marktanteile im High-End Segment zu erschließen. Portalanbieter positionieren sich am unteren Ende des Value-Segments mit Überschneidungen zum Discount-Segment. Discount-Segment Anbieter definieren sich durch einen niedrigen ARPU.



Mit ihren Mobile Internet Produkten zählt 1&1 zu den am schnellsten wachsenden Unternehmen in Deutschland im Mobilfunkmarkt. Netz-Vorleistungen im Bereich Mobilfunk werden sowohl von Vodafone als auch von Telefónica bezogen.

Stationärer Breitbandmarkt

Im deutschen Breitbandmarkt besetzt 1&1 mit seinen DSL-Produkten neben Telekom und Telefónica eine führende Position. Bei ihren Produkten im Bereich Festnetz kann 1&1 auf das Glasfasernetz von Versatel - mit einer Länge von 42.000 km das Drittgrößte in Deutschland - als Vorleistung zurückgreifen. Das Glasfasernetz bietet eine Plattform für das zunehmende IPTV-Geschäft und

garantiert Unabhängigkeit von der Telekom bis auf die letzte regulierte Meile. Privathaushalte werden unter Nutzung der Teilnehmeranschlussleitungen (TAL) der Deutschen Telekom erreicht.

Vertriebsleistung

1&1 konnte den Vertragsbestand im Geschäftsjahr 2016 signifikant gegenüber dem Geschäftsjahr 2015 steigern. Im Wesentlichen wurde die Steigerung im Bereich Mobilfunk erzielt. Im Bereich Festnetz stieg der Vertragsbestand ebenfalls deutlich.

3.2.3.2. Unternehmensstrategie

Das Geschäftsmodell von 1&1 fokussiert sich auf Kundenverträge mit fixen monatlichen Beiträgen und vertraglich festgelegten Laufzeiten. Dieses Geschäftsmodell ermöglicht 1&1 stabile und planbare Umsatzerlöse und Cashflows.

1&1 strebt eine Differenzierung durch einen überdurchschnittlichen Kundenservice an. Als Leitlinie gilt, dass Kundennähe und das Kundenerlebnis im Mittelpunkt strategischer Überlegungen stehen. Mit der Positionierung im Value-Segment strebt 1&1 ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis an, wobei der Fokus auf der Leistung für den Kunden liegt. Die Leistung für den Kunden soll durch (Service-) Innovationen weiter verbessert werden. Langfristige strategische Partnerschaften sollen die Marktposition der 1&1 auch künftig sichern.

Mobilfunk-Strategie

Mobile Internet ist einer der Wachstumsmärkte der nächsten Jahre. Zur weiteren Steigerung des Wachstums plant 1&1 auch in Zukunft stark in neue Kunden und Produkte zu investieren. Des Weiteren forciert 1&1 Initiativen um Kunden aus dem Discount-Segment für 1&1 All-Net-Flats zu gewinnen. Eine weitere Initiative ist auf kosteneffiziente Bestandsvermarktung ausgerichtet um Cross-Selling zwischen DSL und Mobilfunk zu realisieren. Durch Erhöhung der Listenpreise verfolgt 1&1 Maßnahmen zur Wertsteigerung. Im ersten Quartal im Jahr 2017 wurden die angebotenen Tarife optimiert. Zusätzlich plant 1&1, durch Options- und Zubehörvermarktung die Umsatzerlöse zu steigern. Weiterhin legt 1&1 einen starken Fokus auf Kundenzufriedenheit und Service und setzt hierbei auf Serviceleistungen, wie zum Beispiel einen Vor-Ort-Austausch von defekter Hardware. 1&1 positioniert sich im Value bis Premium-Segment mit Tarifbundles, die die neuesten Smartphones enthalten. Das Discount-Segment wird über die Marken web.de/GMX adressiert. Im Mobilfunk Bereich werden Vorleistungen von Vodafone und Telefónica/E-Plus (pay-as-you-go Modell) bezogen. Auf Basis des MVNO-Vertrags mit E-Plus respektive Telefónica kann 1&1 Kunden mit LTE-Geschwindigkeit versorgen. Weiterhin existieren Verträge mit Hardware-Herstellern (z.B. Apple).

Breitband-Strategie

1&1 strebt im Breitbandgeschäft eine erhöhte Wertschöpfung an, da diese auch bei VDSL eine stärkere Unabhängigkeit von der Telekom schafft. Ziel ist es, sog. Überlauf-Traffic⁷⁶ zu vermeiden und zusätzlich Qualitätsklassen für eigene oder eingekaufte Dienste zu definieren.

Seit der Übernahme von Versatel kann 1&1 über das deutschlandweit drittgrößte Glasfasernetz nach der Telekom zurückgreifen. Durch diese Transaktion entwickelte sich 1&1 von einem VNO (Virtual Network Operator) zu einem NO (Network Operator) auf Basis des übernommenen Versatel-Netzes. Durch die erfolgte Erhöhung der Wertschöpfungstiefe konnten die Gesteuerungskosten optimiert werden. Somit können den Tochtergesellschaften DSL-Vorleistungen bereit gestellt und Einsparpotentiale realisiert werden. Dies ist ein Unterschied zum Mobilfunkbereich, in dem 1&1 vollständig auf Vorleistungen zurückgreift. Die Versatel-Massenmarkt-Kunden werden durch Verkauf im zweiten Quartal 2017 an 1&1 übertragen.

Zur weiteren Optimierung des Produktportfolios im Bereich Breitband plant 1&1 IPTV Lösungen auf eigenen Namen und eigene Rechnung zu vertreiben. In diesem Zusammenhang sollen Produkt-Bundle-Kampagnen durchgeführt werden. Zu den dafür verwendeten Produkten zählen Tablets und Flat-TVs. 1&1 plant dadurch neue Kunden zu gewinnen und die Churn Rate reduzieren zu können.

Eine weitere Optimierung im Bereich Breitband soll nach Abschluss des Layer-2-Bitstream-Regulierungsverfahrens erfolgen. Dadurch beabsichtigt 1&1 seine Wertschöpfung zu vergrößern und auf Basis der Telekom Layer-2-Vorleistung auch VDSL-/Vectoring-Anschlüsse bereitzustellen. 1&1 erwartet dadurch mittelfristig geringere Produktionskosten je Monat und Anschluss. Außerdem wird 1&1 künftig in Regionen außerhalb des Glasfaser-Netzes der Versatel VDSL-/Vectoring-Vorleistungen auf Layer-3-Basis bei der Deutschen Telekom beziehen. Daneben werden auch weiterhin ADSL-Anschlüsse über das Versatel Netz sowie über verschiedene Vorleister bereitgestellt.

Zusammenfassend positioniert sich 1&1 mit dieser Strategie im Bereich Mobilfunk im Value-Segment zwischen Premium und Discount-Anbietern mit Fokus auf Wachstum und im Bereich Festnetz als innovativer Premium-Anbieter durch den Zugriff auf die Netzinfrastruktur der Versatel.

3.2.4. Ertrags- und Vermögenslage

Als Konzernunternehmen ist die 1&1 SE von der Verpflichtung zur Offenlegung des Jahresabschlusses gemäß § 264 Abs. 3 HGB befreit. Aufgrund des Carve-Outs der Versatel⁷⁷ liegen für den an Drillich im Rahmen der Transaktion zu übertragenden Teilkonzern 1&1 SE keine geprüften Jahres- bzw. Konzernabschlüsse vor. Für die Analyse der historischen Ertrags- und Vermögenslage wird daher auf den Teilgruppenabschluss und Gewinn- und Verlustrechnungen in Form von SAP-Auszügen zurückgegriffen. Die Planungsrechnung wurde von der 1&1 SE auf Basis einer Deckungsbeitragsrechnung erstellt.

⁷⁶ Überlauf-Traffic ist der Datenverbrauch eines Anschlusses, der über den vom Vorleister bezogenen Inklusiv-Datenverbrauch bei einem Kontingentmodell hinausgeht

⁷⁷ Vgl. Kapitel 1.3.

Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags- und Vermögenslage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen. Daher wurde zu Vergleichszwecken die Planungsrechnung für den Zeitraum 2017 bis 2021 bereits an dieser Stelle den IST-Zahlen gegenüber gestellt.⁷⁸

3.2.4.1. Ertragslage

Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) gegebenenfalls zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Im Rahmen des sukzessiven Unternehmenserwerbs von Versatel durch 1&1 im Jahr 2014 ist durch eine Neubewertung der bestehenden Anteile an Versatel ein Ertrag i.H.v. EUR 119 Mio. entstanden. Dieser Sondereffekt wird aus den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgegliedert und als außerordentliches Ergebnis ausgewiesen. Darüber hinaus wurden keine weiteren Bereinigungen auf die Ertragslage vorgenommen.

Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte historische Ertragslage von 1&1 für die Jahre 2014 bis 2016 und die Planung von 1&1 nach IFRS dar:

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	2.020	2.255	2.431	2.671	2.889	3.123	3.337	3.522	7,7%
Wachstum (in %)	-	11,6%	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%	5,6%	
Umsatzkosten	1.462	1.558	1.699	1.886	2.032	2.200	2.324	2.468	7,8%
Rohhertrag	558	697	733	785	856	922	1.013	1.054	7,5%
Marge (in %)	27,6%	30,9%	30,1%	29,4%	29,6%	29,5%	30,4%	29,9%	
Vertriebs-, Verwaltungs- und allg. Kosten	312	396	356	335	344	356	361	367	0,6%
Sonstige betriebliche Erträge	23	19	23	21	22	22	22	23	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8	28	19	17	23	24	25	26	6,1%
EBIT	261	292	380	454	510	564	649	685	12,5%
Marge (in %)	12,9%	12,9%	15,6%	17,0%	17,7%	18,1%	19,5%	19,4%	
Abschreibungen	23	22	9	18	20	26	26	26	25,2%
EBITDA - nachrichtlich	284	314	389	472	531	590	675	711	12,8%
Marge (in %)	14,0%	13,9%	16,0%	17,7%	18,4%	18,9%	20,2%	20,2%	
Finanzergebnis	-9	-18	-11	-6	-2	-2	-4	-3	n.a.
Außerordentliches Ergebnis	119	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Aufwendungen aus Gewinnabführung	119	1	1	-	-	-	-	-	n.a.
Ergebnis vor Ertragsteuern	252	273	369	448	508	562	645	682	13,1%
Marge (in %)	12,5%	12,1%	15,2%	16,8%	17,6%	18,0%	19,3%	19,4%	
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	81	85	112	133	151	167	191	202	12,6%
Effektive Steuerrate (in %)	32,3%	31,2%	30,3%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	
Jahresüberschuss	170	188	257	315	357	395	453	479	13,3%
Marge (in %)	8,4%	8,3%	10,6%	11,8%	12,4%	12,7%	13,6%	13,6%	
Auf nicht-beherrschende Anteile entfallend	-	28	39	-	-	-	-	-	

Die Umsatzerlöse von 1&1 stiegen von EUR 2.020 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 2.255 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 2.431 Mio. im Jahr 2016. Die Umsatzerlöse, die auf den Bereich

⁷⁸ Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2017 bis 2021 wird im Kapitel 6.1. ausführlich eingegangen.

Mobilfunk entfielen, betragen im Jahr 2014 36,2% der Gesamtumsatzerlöse. Dieser Anteil wuchs bis auf 44,2% im Jahr 2016. Insgesamt verzeichneten die Umsatzerlöse ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 9,7% in den Jahren 2014 bis 2016, wobei das Segment Mobilfunk mit einer Wachstumsrate von 21,2% deutlich stärker anwuchs als das Segment Festnetz mit einer Wachstumsrate von 2,6%. Das starke Wachstum im Mobilfunk ist auf den Vertrieb von Mobilfunkverträgen für Smartphones über die Marke 1&1 und über die Portale WEB.DE sowie GMX mit führendem Preis-/Leistungsverhältnis zu begründen.

Dem Wachstum der Umsatzerlöse lag in beiden Bereichen Mobilfunk und Festnetz eine positive Entwicklung des Vertragsbestands zugrunde. So stieg im Bereich Mobilfunk der Vertragsbestand von dem Jahr 2014 auf 2016 um mehr als 60% an. Der Vertragsbestand im Bereich Festnetz erhöhte sich dagegen von dem Jahr 2014 bis 2016 nur gering.

Die Umsatzkosten beliefen sich im Jahr 2014 auf EUR 1.462 Mio. und stiegen unterproportional zu den Umsatzerlösen auf EUR 1.558 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2016 erhöhten sich die Umsatzkosten weiter auf EUR 1.699 Mio. Der Großteil der Umsatzkosten entfiel auf Aufwendungen für bezogene Leistungen im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Mobilfunk- und Festnetz-Telekommunikationsdienstleistungen. Die bezogenen Leistungen beinhalteten auch Aufwendungen für die Kundenhotlines. Weiterhin flossen Aufwendungen für bezogene Waren, Personal, Logistik und der Betrieb des Rechenzentrums in die Umsatzkosten ein.

Die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten bestanden im Wesentlichen aus Personalkosten, Provisionen an Dritte und Werbekosten. Sie stiegen von EUR 312 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 396 Mio. im Jahr 2015 und fielen im Jahr 2016 auf EUR 356 Mio. In den Jahren 2014 und 2015 enthielten die Vertriebskosten Abschreibungen i.H.v. EUR 22 Mio. bzw. EUR 20 Mio. auf im Jahr 2009 erworbene Kundenbeziehungen von Freenet. Der Rückgang der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten im Jahr 2016 ist im Wesentlichen durch den planmäßigen Wegfall dieser Abschreibungen und die Verringerung der Aufwendungen für interne Fremdleistungen von EUR 40 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 11 Mio. im Jahr 2016 im Verwaltungsbereich durch unternehmensinterne Reorganisationsprozesse zu begründen.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen setzten sich im Wesentlichen aus Wertberichtigungen auf Forderungen zusammen. Sie betragen im Jahr 2014 EUR 8 Mio., im Jahr 2015 war ein Anstieg auf EUR 28 Mio. zu verzeichnen und im Jahr 2016 ein Absinken auf EUR 19 Mio. Der Anstieg im Jahr 2015 ist durch Prozesskostenrückstellungen i.H.v. EUR 9 Mio. zu begründen.

Das EBITDA entwickelte sich von EUR 284 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 314 Mio. im Jahr 2015 und stieg auf EUR 389 Mio. im Jahr 2016. Aufgrund des Umsatzwachstums bei sinkenden Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten im Jahr 2016 gegenüber dem Jahr 2015 entspricht dies einem Anstieg der EBITDA-Marge von 14,0% im Jahr 2014 und 13,9% im Jahr 2015 auf 16,0% im Jahr 2016.

Die Abschreibungen sind durch die Abschreibungen der von Freenet im Jahr 2009 erworbenen Kundenbeziehungen geprägt, die planmäßig über 6 Jahre abgeschrieben wurden und daher im Jahr 2016 nicht mehr anfielen. Neben diesen Abschreibungen waren in den Jahren 2014 und 2015 Abschreibungen auf Sachanlagen zu verzeichnen, so dass sich insgesamt Abschreibungen i.H.v.

EUR 23 Mio. im Jahr 2014 und EUR 22 Mio. im Jahr 2015 ergaben. Im Jahr 2016 betrugen die Abschreibungen EUR 9 Mio. und entfielen auf Sachanlagen und Software.

Das EBIT stieg von EUR 261 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 292 Mio. im Jahr 2015 und stieg anschließend auf EUR 380 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einem Anstieg der EBIT-Marge von 12,9% im Jahr 2014 und 2015 auf 15,6% im Jahr 2016.

Das negative Finanzergebnis ging von EUR -9 Mio. im Jahr 2014 auf EUR -18 Mio. im Jahr 2015 zurück und stieg anschließend auf EUR -11 Mio. im Jahr 2016. Im Jahr 2014 existierte zudem ein Aufwand aus dem Ergebnis von at-equity bilanzierten Unternehmen i.H.v. EUR 9 Mio. Zinserträge wurden durch Darlehen an verbundene Unternehmen generiert. Die Erträge betrugen in den Jahren 2014 bis 2016 jeweils ca. EUR 2 Mio. Ebenso entstanden Zinsaufwendungen aus Darlehen gegenüber verbundenen Unternehmen. Diese Zinsaufwendungen stiegen von EUR 6 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 29 Mio. im Jahr 2015 und fielen auf EUR 25 Mio. im Jahr 2016.

Im Jahr 2014 wurden EUR 119 Mio. im Rahmen eines Gewinnabführungsvertrages an die United Internet AG abgeführt. In den Folgejahren lagen die Gewinnabführungen aufgrund von Konzernreorganisationen unter EUR 1 Mio. Dieser Gewinnabführungsvertrag besteht bei Übertragung an die Drillisch annahmegemäß nicht fort.

Steuern vom Einkommen und vom Ertrag betrugen im Geschäftsjahr 2014 EUR 81 Mio., EUR 85 Mio. im Jahr 2015 und EUR 112 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einer effektiven Steuerquote von 32,3% im Jahr 2014, 31,2% im Jahr 2015 und 30,3% im Jahr 2016.

Der Jahresüberschuss stieg von EUR 170 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 188 Mio. im Jahr 2015 und EUR 257 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einer konstanten Marge von 8,4% im Jahr 2014 und 8,3% im Jahr 2015 sowie einem Anstieg der Marge auf 10,6% im Jahr 2016.

3.2.4.2. Vermögenslage

Im Folgenden wird die historische Vermögenslage von 1&1 für die Jahre 2014 bis 2016 dargestellt. Zudem wird eine Bereinigung der Vermögenslage von 1&1 aufgrund der Transaktionsstruktur vorgenommen. Im Rahmen der in Abschnitt 1.3 dargestellten Transaktion soll 1&1 ohne liquide Mittel und nahezu frei von verzinslichen Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen, Ausleihungen gegenüber verbundenen Unternehmen und Anteile an dem verbundenen Unternehmen Versatel GmbH eingebracht werden.⁷⁹ Daher wurde die historische Vermögenslage zum 31. Dezember

⁷⁹ Vgl. hierzu Kapitel 3.2.2.

2016 um die Bilanzposten Immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen, Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen, Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen und liquide Mittel bereinigt:

Bereinigungen - Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen		Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	Nr.	2016	2014	2015	2016
Imm. Vermögenswerte und Sachanlagen	23	15	33	I.	95	23	15	128
Anteile an verbundenen Unternehmen	772	822	822	II.	-822	772	822	-
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	402	304	292	III.	-282	402	304	10
Langfristige latente Steueransprüche	80	87	92		-	80	87	92
Finanzanlagen	1.253	1.213	1.206		-1.105	1.253	1.213	101
Abgegrenzte Aufwendungen (langfristig)	27	90	108		-	27	90	108
Anlagevermögen	1.304	1.318	1.346		-	1.304	1.318	337
Vorräte	42	42	39		-	42	42	39
Ford. aus Liefer. und Leist. (netto)	84	95	109		-	84	95	109
Ford. geg. verbundene Unternehmen	125	5	4		-	125	5	4
Forderungen	209	100	113		-	209	100	113
Liquide Mittel	1	1	1	IV.	-1	1	1	-
Abgegrenzte Aufwendungen	10	14	37		-	10	14	37
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	0	26	8		-	0	26	8
Sonstiges Umlaufvermögen	10	41	45		-	10	41	45
Umlaufvermögen	262	183	199		-1	262	183	198
Summe Aktiva	1.565	1.501	1.545		-1.010	1.565	1.501	535

Die tatsächliche Anpassung der Kapitalisierung der 1&1 SE auf die vereinbarte Struktur (wie in Abschnitt 3.2.2. dargestellt) erfolgt zwar erst zum 12. Mai 2017, aufgrund des technischen Bewertungsstichtags 31. Dezember 2016 wird diese Struktur aber im Rahmen der vorgenommenen Bereinigungen bereits zum technischen Bewertungsstichtag adjustiert.

Die Bilanzsumme von 1&1 fiel von EUR 1.565 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.501 Mio. im Jahr 2015 und stieg anschließend auf EUR 1.545 Mio. im Jahr 2016. Nach Bereinigung der Historie beträgt die Bilanzsumme EUR 535 Mio. im Jahr 2016. Das Anlagevermögen stieg von EUR 1.304 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 1.318 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 1.346 Mio. im Jahr 2016 (nach Bereinigung EUR 337 Mio.) und bestand aus immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen, Finanzanlagen und langfristig abgegrenzten Aufwendungen.

Immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagevermögen bestanden im Wesentlichen aus Betriebs- und Geschäftsausstattung und dem von Freenet im Jahr 2009 erworbenen Kundenstamm. Sie fielen von EUR 23 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 15 Mio. im Jahr 2015. Im Jahr 2015 bestanden die immaterielle Vermögenswerte hauptsächlich aus EDV-Software und Software-Lizenzen. Im Jahr 2016 stiegen die immateriellen Vermögenswerte und das Sachanlagevermögen aufgrund des Erwerbs von selbsterstellter Software von der 1&1 Internet SE (Geschäftsbereich Hosting) auf insgesamt

EUR 33 Mio. Die erworbenen Software-Lösungen wurden in den Bereichen Billing, Service und Support und Fraud eingesetzt. Im zweiten Quartal in 2017 hat 1&1 den Kundenstamm des Massenmarktgeschäfts der Versatel erworben. Der Kaufpreis in Höhe von EUR 95 Mio. erzeugt Verbindlichkeiten gegenüber verbundene Unternehmen in gleicher Höhe und wurde im Rahmen der oben beschriebenen Umstrukturierung der Finanzierung ausgeglichen. Die immateriellen Vermögenswerte wurden um den entsprechenden Betrag adjustiert (siehe Bereinigung I.). Die 1&1 SE hielt im Jahr 2016 Anteile an der Versatel mit einem Buchwert von EUR 822 Mio. (siehe Bereinigung II.), die vor Durchführung der Kapitalerhöhung I aus dem Teilkonzern der 1&1 SE zu bereinigen sind (Versatel Carve-Out). Im Rahmen der Transaktion wird die Versatel-Beteiligung konzernintern über Buchwert verkauft. Der Buchgewinn wird im Eigenkapital verbucht. Weiter verfügte 1&1 im Jahr 2016 im Anlagevermögen der 1&1 Ausleihungen an verbundene Unternehmen i.H.v. EUR 282 Mio. (siehe Bereinigung III.) sowie liquide Mittel von EUR 1 Mio. (siehe Bereinigung IV.).

Der Posten Finanzanlagen umfasste Anteile an verbundenen Unternehmen und sonstige finanzielle Vermögenswerte, die bei der Bereinigung teilweise eliminiert wurden, sowie langfristige latente Steueransprüche. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte fielen von EUR 402 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 304 Mio., im Jahr 2015 anschließend auf EUR 292 Mio. und nach Bereinigung der Historie im Jahr 2016 auf EUR 10 Mio. Hierbei handelte es sich im Wesentlichen um Ausleihungen an Versatel, die im Jahr 2016 i.H.v. EUR 282 Mio. bereinigt werden. Weiter beinhaltete der Posten debitorische Kreditoren und Forderungen aus Werbekostenzuschüssen mit EUR 8 Mio. im Jahr 2014, EUR 1 Mio. im Jahr 2015 und EUR 5 Mio. im Jahr 2016. Im Jahr 2015 und 2016 war zusätzlich eine Forderung gegenüber der Telefónica i.H.v. EUR 4 Mio. enthalten. Die latenten Steueransprüche stiegen von EUR 80 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 87 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 92 Mio. im Jahr 2016. Nach IFRS werden die Hardware-Subventionen zum Zeitpunkt der Ausgabe im Aufwand erfasst. Für steuerliche Zwecke werden diese Aufwendungen auf die Mindestvertragslaufzeit der Verträge abgegrenzt und als latente Steuern ausgewiesen. Der Anstieg der latenten Steueransprüche ist auf die gestiegene Anzahl von Neuverträgen und Vertragsverlängerungen mit neuer Hardware zurückzuführen.

Langfristig abgegrenzte Aufwendungen stiegen von EUR 27 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 90 Mio. im Jahr 2015 und anschließend auf EUR 108 Mio. im Jahr 2016. Sie bilden im Wesentlichen Zahlungen im Zusammenhang mit Leistungseinkäufen, die eine Laufzeit bis 2021 mit einer anschließenden Nachlaufzeit bis 2024 haben.

Das Umlaufvermögen bestand aus Vorräten, Forderungen und sonstigen Vermögensgegenständen, liquiden Mitteln, die bei der Bereinigung eliminiert wurden, und sonstigem Umlaufvermögen. Das Umlaufvermögen fiel von EUR 262 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 183 Mio. im Jahr 2015 und stieg anschließend auf EUR 199 Mio. im Jahr 2016.

Der Bilanzposten Vorräte umfasste im Wesentlichen Handelsware wie z.B. Smartphones oder DSL-Hardware. Im Jahr 2014 und 2015 betragen die Vorräte jeweils EUR 42 Mio., im Jahr 2016 lag der Vorratsbestand bei EUR 39 Mio.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stiegen von EUR 84 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 95 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 109 Mio. im Jahr 2016. Die Forderungslaufzeiten lagen dabei

zwischen 15 Tagen im Jahr 2015 und 16 Tagen im Jahr 2016. Die vergleichsweise niedrige Debitorenlaufzeit von 1&1 ergab sich durch kundenindividuelle Rechnungszeiträume und der Abrechnung der tariflichen Grundgebühren im Voraus.

Forderungen gegen verbundene Unternehmen betragen im Jahr 2014 EUR 125 Mio. und fielen auf EUR 5 Mio. im Jahr 2015 bzw. auf EUR 4 Mio. im Jahr 2016. Im Jahr 2014 bestand eine Forderung i.H.v. EUR 117 Mio. der 1&1 SE gegenüber der United Internet aus einer Ausgleichsvereinbarung. Im Jahr 2015 und 2016 bestanden Forderungen gegen verbundene Unternehmen hauptsächlich aus Debitoren-Forderungen.

Der Bestand an liquiden Mitteln von EUR 1 Mio. im Jahr 2016 wurde im Rahmen der Bereinigungen eliminiert. Für Bewertungszwecke wird eine operative Mindestliquidität von 0,5% der Umsatzerlöse unterstellt.

Kurzfristige abgegrenzte Aufwendungen beinhalten im Wesentlichen Vorauszahlungen für Vorleistungsentgelte. Die kurzfristigen abgegrenzten Aufwendungen betragen im Jahr 2014 EUR 10 Mio., im Jahr 2015 EUR 14 Mio. und im Jahr 2016 EUR 37 Mio.

Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte betreffen Forderungen gegenüber dem Finanzamt aus gezahlter anrechenbarer Kapitalertragsteuer, bestanden im Jahr 2015 i.H.v. EUR 26 Mio. und sanken auf EUR 8 Mio. im Jahr 2016.

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie			Bereinigungen		Historie (bereinigt)		
	2014	2015	2016	Nr.	2016	2014	2015	2016
Eigenkapital	-857	-670	-412	I.-IV.	627	-857	-670	215
Steuerrückstellungen	100	104	11		-	100	104	11
Sonstige Rückstellungen	8	22	17		-	8	22	17
Rückstellungen	109	125	29		-	109	125	29
Kontokorrentkredit	-	-	-		-	-	-	-
Verb. ggü. verbundenen Unternehmen (kfr.)	365	693	634	II.-III.	-634	365	693	-
Verb. ggü. verbundenen Unternehmen (lfr.)	1.673	1.034	1.004	II.-III.	-1.004	1.673	1.034	-
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.038	1.727	1.638		-1.638	2.038	1.727	0
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	211	248	214		-	211	248	214
Erhaltene Anzahlungen	4	3	3		-	4	3	3
Abgegrenzte Erlöse	38	42	47		-	38	42	47
Sonstige Verbindlichkeiten	23	26	27		-	23	26	27
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	276	319	291		-	276	319	291
Summe Passiva	1.565	1.501	1.545		-1.010	1.565	1.501	535

Das Eigenkapital stieg im Jahr 2014 von EUR -857 Mio. auf EUR -670 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR -412 Mio. im Jahr 2016. Das negative Eigenkapital resultiert aus der im Geschäftsjahr 2014 durchgeführten Konzernreorganisation. Ziel der Reorganisation war die Separierung der Geschäftsaktivitäten von United Internet in die Geschäftsbereiche Access, Hosting und Portal. Im Zuge dessen erfolgte im Jahr 2014 eine Vorab-Ausschüttung der 1&1 Telecom Holding GmbH aus der Kapitalrücklage der 1&1 Telecom GmbH an die 1&1 Internet SE (Geschäftsbereich Hosting) i.H.v.

EUR 1.272 Mio. Die Vorab-Ausschüttung wurde nicht in bar geleistet, sondern in ein Darlehen der 1&1 Internet SE an die 1&1 Telecom GmbH umgewandelt.

Aufgrund der durchgeführten Bereinigungen wurde ein Betrag i.H.v. EUR 627 Mio. als Einlage in das Eigenkapital gebucht, so dass das bereinigte Eigenkapital im Jahr 2016 EUR 215 Mio. beträgt. Dieser Betrag resultiert zum einen aus dem Buchgewinn, welcher aus dem Verkauf der Versatel-Beteiligung über Buchwert resultiert, und zum anderen aus dem Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, was im Rahmen der Transaktion in die 1&1 eingebracht wird.

Innerhalb der Passiva bestanden zum 31. Dezember 2016 kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen i.H.v. EUR 634 Mio. (siehe Bereinigung II. - III.) und langfristige Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen mit EUR 1.004 Mio (siehe Bereinigung II. – III.). Diese resultierten aus gruppeninternen Umstrukturierungen. Verzinssliche Verbindlichkeiten gegenüber Dritten waren zum Bilanzstichtag nicht vorhanden. Das Vermögen und die Finanzierung von 1&1 wurde um diese Posten bereinigt und der überschießende Betrag i.H.v. EUR 533 Mio. als Einlage in das Eigenkapital gebucht. Nach Abschluss der Bereinigungen stellt sich 1&1 als quasi unverschuldeter Konzern dar (cash-and-debt-free). Dies spiegelt die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse wieder.

Die Rückstellungen umfassen sonstige Rückstellungen und Steuerrückstellungen. Die Rückstellungen betragen im Jahr 2014 in Summe EUR 109 Mio. Nach einem Anstieg auf EUR 125 Mio. im Jahr 2015 sanken sie im Jahr 2016 auf EUR 29 Mio. Der Großteil der Rückstellungen in den Jahren 2014 und 2015 entfiel auf Steuerrückstellungen i.H.v. EUR 100 Mio. bzw. EUR 104 Mio., die sich auf EUR 11 Mio. im Jahr 2016 reduzierten. Die sonstigen Rückstellungen enthalten im Wesentlichen Gewährleistungsrückstellungen, Rückstellungen für Prozesskosten, Rückstellungen für Stock Appreciation Rights (SAR), und für ein Mitarbeiterarbeitsbeteiligungsprogramm.

Verzinssliche Verbindlichkeiten betreffen kurzfristige und langfristige Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen. Diese wurden im Rahmen der Bereinigung der Vermögenslage eliminiert.

Unverzinssliche Verbindlichkeiten umfassen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltene Anzahlungen, abgegrenzte Erlöse und sonstige Verbindlichkeiten. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen bestanden im Wesentlichen aufgrund der bezogenen Vorleistungen. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stiegen von EUR 211 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 248 Mio. im Jahr 2015 und fielen auf EUR 214 Mio. im Jahr 2016.

Erhaltenen Anzahlungen umfassen erhaltene Kundenzahlungen und fielen von EUR 4 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 3 Mio. im Jahr 2016.

Abgegrenzte Erlöse stellen Vorauszahlungen der Kunden für im Voraus berechnete Grundgebühren dar. Kunden leisten für bestimmte Verträge Vorauszahlungen für Grund- und Nutzungsgebühren. Bei steigenden Umsatzerlösen erhöhten sich auch die abgegrenzten Erlöse von EUR 38 Mio. im Jahr 2014 auf EUR 42 Mio. im Jahr 2015 und auf EUR 47 Mio. im Jahr 2016.

Die sonstigen Verbindlichkeiten enthalten finanzielle und nicht finanzielle Verbindlichkeiten. Sie bestanden im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Gehaltszahlungen, Rückstellungen für Vertriebsprovisionen und kreditorische Debitoren. Die sonstigen Verbindlichkeiten stiegen in den Jahren von 2014 bis 2016 leicht von EUR 23 Mio. im Jahr 2014 über EUR 26 Mio. im Jahr 2015 auf EUR 27 Mio. im Jahr 2016 an.

3.2.5. SWOT-Analyse

Im Folgenden wird auch für 1&1 eine Positionsbestimmung anhand der SWOT-Analyse vorgenommen.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

3.2.5.1. Stärken

Zu den wesentlichen Stärken von 1&1 zählen:

- 1&1 verfügt mit der gleichnamigen Marke über eine starke Marke mit der die Märkte und damit die Zielkunden angesprochen werden können. 1&1 positioniert sich als Anbieter mit einem attraktiven Preis-/Leistungsverhältnis mit Fokus auf Leistung und besitzt eine gute Reputation bei den Kunden für Kundennähe, Zuverlässigkeit und Vertrauenswürdigkeit. Durch einen umfangreichen Kundenservice erreichte 1&1 bisher regelmäßig eine hohe Kundenzufriedenheit. Diese Fokussierung steht auch zukünftig im Mittelpunkt und umfasst den telefonischen als auch den online Service.
- Die Produktpalette von 1&1 ist sehr breit und besteht aus einfachen Komplettangeboten attraktiver Tarife und aktueller Hardware. Als nächsten Trend erwartet 1&1 cloud-basiertes IPTV und positioniert sich bereits dementsprechend.
- Zum Vertrieb nutzt 1&1 eine Vielzahl an Kanälen, wobei der Fokus bisher auf dem direkten Vertrieb liegt. In Zukunft soll der online Vertrieb weiter forciert und ausgebaut werden.
- 1&1 betreibt ein voll integriertes und konzernweit einheitliches Service- & Customer Care-System mit agiler IT. 1&1 kann dadurch mit sinkenden Kosten je Kunde im Verwaltungs- und Vertriebsbereich bei wachsendem Kundenbestand aufgrund hoher Effizienz planen.
- Der aus vier Personen bestehende Vorstand der 1&1 SE verfügt zusammengenommen über ca. 120 Jahre an Erfahrung in der Branche und besitzen damit umfassendes Wissen in der Telekommunikations- und Internet-Branche.

3.2.5.2. Schwächen

Zu den wesentlichen Schwächen von 1&1 zählen:

- 1&1 bietet Ihren Kunden für Verträge im D-Netz Übertragungsraten von bis zu 42,2 Mbit/s, oder im E-Netz Übertragungsraten von bis zu 21,6 Mbit/s an. Auch wenn diese Übertragungsraten technisch ausreichend sind, liegen sie hinter dem Standard der Wettbewerber im Value und Premium Segment sowie unter der von Drillisch angebotenen maximalen Übertragungsrate. Aus Marketing-Perspektive kann das zu einem Nachteil werden, obwohl die tatsächliche Übertragungsrate marktkonform ist.
- Bei fortschreitender technologischer Entwicklung kann sich ein weiterer Marketingnachteil ergeben, falls Wettbewerber im Value und Premium Segment ihren Kunden weitere technologische Innovationen wie 5G, die die Übertragungsraten weiter erhöhen wird, anbieten können. Dies könnte sich damit negativ auf das geplante Kundenwachstum der 1&1 auswirken oder 1&1 zu erhöhten Ausgaben für Vorleistungen mit einem höherwertigen technologischen Standard zwingen, die sich negativ auf die Marge im Bereich Mobilfunk auswirken können.
- 1&1 kauft Vorleistungen über Ihre MVNO-Verträge mit Telefónica und Vodafone auf Basis von pay-as-you-go Modellen ein. Damit fallen bei einem erhöhten Bezug von Vorleistungen höhere Aufwendungen für den Einkauf an. In der Vergangenheit ist ein starker Anstieg des verbrauchten Datenvolumens je SIM-Karte zu beobachten. Ein weiter stark ansteigender Verbrauch von Datenvolumen könnte damit zu steigenden Aufwendungen auf der Einkaufseite führen, die nicht durch zusätzliche Umsatzerlöse kompensiert werden können, da Kunden beispielsweise in der Vergangenheit mobile Datenkontingente ihrer Verträge nicht ausschöpften. Dies könnte sich negativ auf die von 1&1 geplante Rohmarge im Bereich Mobilfunk auswirken.
- Das Geschäftsmodell im Bereich Festnetz ist im hohen Maße abhängig vom Einkauf von Vorleistungen auf Layer-2 und Layer-3 Basis von der Telekom. Für 1&1 nachteilige Änderungen der Regulierung der Einkaufsbedingungen für Vectoring-Vorleistungen im Breitbandgeschäft könnten sich negativ auf deren geplante Rohmarge im Bereich Festnetz auswirken.
- Darüber hinaus könnten sich für 1&1 nachteilige Änderungen der Tarifstruktur für Vorleistungen negativ auf die geplante Rohmarge im Bereich Festnetz Access auswirken.
- Haushalte können alternativ zu einem DSL-Anschluss einen Breitbandanschluss auch über das Kabelnetz beziehen. Über das Kabelnetz können den Kunden aktuell höhere Übertragungsraten als über einen DSL-Anschluss angeboten werden. Dieser technologische Nachteil für einen Großteil des Geschäftsmodells von 1&1 im Bereich Festnetz könnte sich damit negativ auf das geplante Kundenwachstum von 1&1 auswirken und zukünftig zu niedrigeren Umsatzerlösen führen.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

3.2.5.3. Gelegenheiten

Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für 1&1 folgende wesentliche Gelegenheiten:

- Aufgrund der erwarteten stark ansteigenden Nachfrage nach Datenvolumen ergeben sich für Anbieter von Datendienstleistungen wie Mobilfunk und Breitband, Wachstumschancen an dem steigenden Volumen zu profitieren.
- Kurz- bis mittelfristig wird erwartet, dass die Nutzerzahlen im Mobilfunk gemessen an aktivierten SIM-Karten weiter steigen werden (z.B. durch weitere Verbreitung von mobilen Endgeräten und Internet of Things), so dass eine Steigerung der Kundenzahlen ohne Verdrängung von Wettbewerbern möglich ist.
- Durch die Änderung der rechtlichen Rahmenbedingungen und Regulierungsvorschriften könnten sich Gelegenheiten für die Marktteilnehmer ergeben. Insbesondere könnte sich die Wettbewerbsposition der MVNOs im Vergleich zu den MNOs dadurch verbessern. Speziell auf dem Breitbandmarkt gibt es mit der Deutschen Telekom einen dominierenden Marktteilnehmer, der allerdings bereits in den vergangenen Jahren Marktanteile abgegeben hat.
- Durch zukünftige technologische Entwicklungen können sich neue Wachstumschancen ergeben, wovon die agilsten Marktteilnehmer am stärksten profitieren. Beispielsweise könnten technologische Weiterentwicklungen zu einer Substitution von Breitbandverbindungen durch mobile Verbindungen führen.
- Bei der Übernahme von E-Plus durch Telefónica war anhand der durch die EU-Kommission erlassenen Auflagen ein starkes Interesse an der Stärkung des Wettbewerbs im deutschen Mobilfunkmarkt zu erkennen. Weitere Eingriffe in den Mobilfunkmarkt zur Beschränkung der Marktmacht der MNOs könnten sich zukünftig positiv auf das Geschäftsmodell von 1&1 auswirken.
- Eine erfolgreiche Einführung der eSIM durch Apple oder Samsung könnte die Abhängigkeit der 1&1 von den MNOs verringern, da die eSIM einen einfacheren Wechsel bzgl. des Vorleistungsbezugs von den einzelnen MNOs ermöglichen könnte. Dies könnte die Verhandlungsmacht der MVNOs gegenüber den MNOs stärken.
- Die Abschaltung analoger Anschlüsse bis 2018 und Umstellung auf IP-Technik durch die Telekom erzeugt für 1&1 ein Potenzial durch Kundenwechsel, an dem 1&1 maßgeblich partizipieren kann. Hierdurch bieten sich Wachstumschancen der Nettokundenwachstums in den Jahren 2017 und 2018.

3.2.5.4. Gefahren

Markt- und wettbewerbsseitig ist 1&1 folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- Langfristig stagniert der Mobilfunkmarkt gemessen an den Umsatzerlösen, so dass Umsatzerlössteigerungen nur durch Verdrängung von Wettbewerbern erzielt werden können.
- Die neue EU-Verordnung zur Abschaffung von Roaming-Gebühren für Endkunden wirkt sich negativ auf die Umsatzerlöse von Mobilfunkanbietern aus. Weitere regulatorische Eingriffe wie eine weitere Senkung der festgelegten Terminierungsentgelte können zu sinkenden Umsatzerlösen führen.
- Die neue Roaming-Regulierung könnte die Gefahr darstellen, dass nicht-deutsche MVNOs die Regulierung für einen Markteintritt in Deutschland nutzen.
- Weitere mögliche EU-Verordnungen zur Netzneutralität könnten zu einem Markteintritt weiterer MVNOs führen.
- Klassische Mobilfunkdienstleistungen könnten von OTT-Anbietern wie WhatsApp, iMessage oder Skype substituiert werden, deren Dienste in den Jahren 2007 bis 2016 ein starkes Wachstum der abgehenden Verbindungsminuten über OTT-Anwendungen in Deutschland in Millionen Minuten pro Tag um durchschnittlich 14,4% jährlich verzeichnet haben.
- Eine erfolgreiche Einführung der eSIM seitens Apple oder Samsung könnte die Marktmacht der Hardware-Hersteller vergrößern, da auf die eSIM jeder Mobilfunkbetreiber aufgeschaltet werden kann. Gleichzeitig könnten die Hardware-Hersteller beliebige Mobilfunkanbieter ausschließen.
- Unternehmen wie Apple oder Amazon könnten als MVNO im deutschen Mobilfunkmarkt aktiv werden. Käme es zu einem Markteintritt eines solchen großen internationalen Unternehmens, ist mit einem signifikanten Anstieg des Wettbewerbs im Mobilfunkmarkt zu rechnen. Denkbar wäre beispielsweise, dass das Mobilfunkgeschäft seitens Apple oder Amazon nur als unterstützendes Geschäftssegment angesehen wird und von anderen Geschäftssegmenten quersubventioniert wird. Dies würde für Amazon und Apple eine aggressive Tarifpreisgestaltung ermöglichen.

3.2.5.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

Für 1&1 ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- Aufgrund der Positionierung mit einem attraktiven Preis-/Leistungsverhältnis und einer starken Marke könnte die Gesellschaft überproportional an der steigenden Nachfrage nach Datenvolumen partizipieren und trotz stagnierender Umsatzerlöse im Gesamtmobilfunkmarkt von dieser Entwicklung über den Zugewinn von Marktanteilen profitieren.
- Die zunehmende erwartete Nachfrage auf dem aktuellen Wachstumsmarkt nach cloud- bzw. internetbasierten Anwendungen aufgrund der hohen Verfügbarkeit und Leistungsfähigkeit der Breitbandanschlüsse könnte ein Wachstumstreiber der Gesellschaft in den nächsten Jahren sein.
- Das breite Produktangebot in Verbindung mit dem großen Kundenbestand ermöglicht es der Gesellschaft durch Up- und Cross-Selling zusätzliche Umsatzerlöse zu generieren. Zusätzlich kann die Gesellschaft hierbei von Synergien durch effiziente Prozesse profitieren.

Für 1&1 bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:

- Würde die Wettbewerbsintensität und der Preisdruck so stark zunehmen, dass die Profitabilität der Marktteilnehmer stark zurückgeht, könnte sich dies trotz der guten Positionierung auch auf 1&1 negativ auswirken.
- Eine Abschwächung der Konjunktur und eine negative Entwicklung der Einkommen und der privaten Konsumausgaben könnte sich zudem auf das Wachstum der Mobilfunkbranche und insbesondere auf das Warengeschäft auswirken. Der ausschließliche Fokus auf den deutschen Mobilfunk- und Breitbandmarkt macht die Gesellschaft von den lokalen Entwicklungen abhängig und diese können nicht durch gegenläufige Effekte auf anderen Märkten ausgeglichen werden.
- Die EU-Regulierungsbehörden könnten mit weiteren Maßnahmen wie der Abschaffung der Roaming Gebühren dafür sorgen, dass Umsatzerlöse der Mobilfunkbetreiber wegbrechen. Eine weitere Neuerung bezüglich der Netzneutralität könnte eventuell dazu führen, dass sich der Wettbewerb nochmals deutlich verschärft.
- Um die Nachfrage nach schnellerer Datengeschwindigkeit Breitbandmarkt bedienen zu können, sind hohe Investitionen seitens der Festnetzbetreiber in den technologischen Ausbau des Netzwerkes notwendig. Dies führt zu steigenden Kosten für Vorleistungen, die langfristig zu einem Rückgang der Rohmarge führen können.

Das Chancen-Risiko-Profil von 1&1 dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

3.3. Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen der zu bewertenden Gesellschaften werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (die sog. Peer Group) herangezogen. Die Peer Group ist essentieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Planungsrechnung (sog. Benchmarking), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.

3.3.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.

Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen der Telekommunikationsbranche zuzuordnen sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert.

Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines sog. Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit den Bewertungsobjekten beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit Drillisch und 1&1 verglichen.

Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Maßgeblich für dieses Kriterium war bei der Peer Group-Analyse, dass die Vergleichsunternehmen über einen möglichst hohen Umsatzanteil im Bereich Mobilfunk verfügen.

Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. In Bezug auf die regionale Vergleichbarkeit wurde zunächst der Fokus auf Deutschland gelegt. Durch die geringe Anzahl an vergleichbaren Unternehmen in Deutschland

wurde der regionale Fokus stetig erhöht und zunächst europaweit nach vergleichbaren Unternehmen gesucht und schließlich auch weltweit. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.

Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete EBITDA-Marge), Wachstumsaussichten (erwartetes Umsatzwachstum, CAGR) und Anlagenintensität (Vermögensumschlag) sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.

Alle oben aufgeführten Kriterien, sowohl qualitativ als auch quantitativ, fließen gleichwertig in die Scoring-Analyse ein, so dass vier Unternehmen identifiziert wurden, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zu Drillisch bzw. zu 1&1 aufweisen. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgenden Peer Group:

Peer Group:

Peer Group (mit Analysteneinschätzungen)

Vergleichsunternehmen	Land	Regionale Vergleichbarkeit	Operative Vergleichbarkeit		Umsatz 2016	Ø EBITDA-Marge 2017-2019	Allgemeine Vergleichbarkeit	
			Drillisch	1&1			Drillisch	1&1
Drillisch Aktiengesellschaft	Deutschland	Sehr hoch	Sehr hoch	Hoch	567	24,8%	●	●
United Internet AG	Deutschland	Sehr hoch	Hoch	Hoch	3.949	26,7%	●	●
freenet AG	Deutschland	Sehr hoch	Sehr hoch	Sehr hoch	3.381	14,0%	●	●
TalkTalk Telecom Group PLC	Großbritannien	Mittel	Mittel	Hoch	2.640	18,6%	●	●
Drillisch (gemäß Plan)					567	27,5%		
1&1 (gemäß Plan)					2.431	18,3%		

Quelle: S&P Capital IQ

3.3.2. Peer Group-Übersicht

Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren Geschäftstätigkeiten, lassen sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

Freenet AG („Freenet“)

Das deutsche Unternehmen Freenet AG (im Folgenden „Freenet“), mit Sitz in Büdelsdorf, ist das größte netzunabhängige Telekommunikationsunternehmen in Deutschland. Gründungsjahr des Unternehmens ist 2007. Im Jahr 2016 waren rund 4.900 Mitarbeiter angestellt. Freenet unterscheidet in der Berichterstattung die Segmente Mobilfunk, TV und Medien sowie Sonstige/Holding. Der Fokus liegt auf dem Segment Mobilfunk mit Umsatzerlösen i.H.v. EUR 3.136 Mio. von insgesamt EUR 3.381 Mio. im Jahr 2016. Neben dem originären Mobilfunkgeschäft werden diesem Segment außerdem internetbasierte mobile Anwendungen hinzugerechnet. Freenet fasst diese als Digital-Lifestyle-Produkte und –Services zusammen. Im Segment TV und Medien, welches seit der Beteiligung an der EXARING AG und dem Erwerb der Media Broadcast Gruppe im Jahr 2016 aufgenommen wurde, bietet Freenet Leistungen im Bereich Internet Protokoll Television (IPTV) und Digital

VALUETRUST

Video Broadcasting – Terrestrial, 2ter Generation (DVB-T2) an Privatkunden sowie broadcastnahe Lösungen für Geschäftskunden an. Dem Segment Sonstige/Holding ist nur eine untergeordnete Bedeutung beizumessen.

TalkTalk Telecom Group PLC (im Folgenden „TalkTalk“)

TalkTalk wurde im Jahr 2003 als ein Tochterunternehmen von The Carphone Warehouse Group gegründet und beschäftigte im Jahr 2016 rund 2.300 Mitarbeiter. Im Jahr 2010 wurde TalkTalk von ihrem Mutterunternehmen abgespalten und existiert seither als unabhängiges Unternehmen mit Hauptsitz in London, Großbritannien. Seit dem Jahr 2010 ist TalkTalk im Mobilfunkbereich mit der Marke TalkTalk Mobile tätig und nutzte von Beginn an als MVNO das Telekommunikationskernnetzwerk von Vodafone UK. Es wurde jedoch beschlossen, dass während dem Jahr 2017 auf das Netzwerk von Telefónica UK umgestellt werden soll. Des Weiteren ist TalkTalk ein Anbieter von Festnetz-Telefonie, Breitbanddiensten und TV in Großbritannien mit einem günstigen Preis-/Leistungsverhältnis für Privat- und Geschäftskunden. Im Jahr 2016 wurden insgesamt Umsatzerlöse i.H.v. EUR 2.460 Mio. erzielt. Die Preisstrategie von TalkTalk zielt darauf ab sich durch einfache und flexible Tarife zu günstigen Konditionen von den Wettbewerbern zu differenzieren.

United Internet AG

Die United Internet AG, mit Sitz in Montabaur, wurde 1988 gegründet und ist die Holdinggesellschaft des United Internet-Konzerns. Das operative Geschäft ist in die Segmente Access und Applications gegliedert. Im Segment Access sind Festnetz und Mobilfunk-Produkte einschließlich der damit verbundenen Dienstleistungen zusammengefasst. Das operative Geschäft wird in diesem Segment von 1&1 und Versatel betrieben. Im Segment Applications wird das operative Geschäft im Wesentlichen von der 1&1 Internet SE einschließlich der Tochtergesellschaften betrieben. Das Segment umfasst das Applikations-Geschäft, wozu u.a. Domains, Homepages und Webhosting zählen. Neben den operative Tochterunternehmen hält die United Internet AG Beteiligungen an Unternehmen wie bspw. der Drillisch AG mit einem Anteil i.H.v. 20,08%. Im Jahr 2016 erzielte United Internet mit insgesamt 8.082 Mitarbeitern Umsatzerlöse i.H.v. EUR 3.949 Mio.

4. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1 und den im Oktober 2011 vom Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuations“ veröffentlichten DVFA-Empfehlungen, welche im Dezember 2012 final verabschiedet wurden, gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.

Auftragsgemäß wurde die Ermittlung der Unternehmenswerte der Drillisch AG und der 1&1 SE unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vorgenommen. Nach einer Einführung in die Anforderungen an die Festlegung eines angemessenen Austauschverhältnisses gemäß AktG werden die sich aus diesen beiden Grundsätzen zur Unternehmensbewertung ergebenden Vorgehensweisen und Prämissensetzungen sowie deren Unterschiede dargestellt.

4.1. Anforderungen an die Festlegung des Austauschverhältnisses gemäß § 255 Abs. 2 AktG

Gemäß der beschriebenen Transaktionsstruktur⁸⁰ beabsichtigt die Drillisch AG die Sachkapitalerhöhung II gegen Sacheinlage gemäß § 182 AktG durchzuführen. Aufgrund des beabsichtigten Bezugsrechtsausschlusses für die Altaktionäre der Drillisch AG bedarf die geplante Sachkapitalerhöhung gemäß § 186 Abs. 3 AktG einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Jedoch kann auch bei Vorliegen einer solchen Mehrheit die Beschlussfassung der Hauptversammlung gemäß § 255 Abs. 1 AktG durch die Aktionäre angefochten werden und ggf. die Eintragung der geplanten Sachkapitalerhöhung II gerichtlich untersagt werden. Nach § 255 Abs. 2 AktG stellt es einen zulässigen Anfechtungsgrund dar, wenn der sich aus dem Erhöhungsbeschluss ergebende Ausgabebetrag oder der Mindestbetrag, unter dem die Aktien nicht ausgegeben werden sollen, „*unangemessen niedrig*“ ist. Zielsetzung des § 255 Abs. 2 AktG ist insofern der Schutz der Altaktionäre vor einer unangemessenen Verwässerung ihres Vermögens und Dividendenbezugsrechts durch eine Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss.⁸¹

Im Umkehrschluss kann aus der genannten Vorschrift abgeleitet werden, dass die Anfechtung des Beschlusses durch die Aktionäre nicht auf eine fehlerhafte Bewertung gestützt werden kann, wenn der Wert der Sacheinlage dem Wert der im Gegenzug auszugebenden Aktien entspricht und insofern keine unangemessene Verwässerung der Aktionäre eintritt. In Bezug auf die beabsichtigte Sachkapitalerhöhung II der Drillisch AG bedeutet dies, dass der Wert der in die Drillisch AG als Sacheinlage einzubringenden 111.628 Aktien der 1&1 SE, was einer Beteiligung von ca. 92,25% entspricht, dem Wert der dafür im Gegenzug von der Drillisch AG an United Internet auszugebenden jungen Aktien entspricht. Insofern setzt die Ermittlung eines angemessenen Ausgabebetrages für die jungen Aktien jeweils die Ermittlung eines angemessenen Wertes der Eigenkapitals der 1&1 SE

⁸⁰ Vgl. Abschnitt 2.1. Transaktionsstruktur.

⁸¹ Vgl. Kiefner/Seibel, Reichweite und Grenzen des Verwässerungsschutzes nach § 255 Abs. 2 AktG, Aktiengesellschaft 9/2016, S. 301.

und der Drillisch AG zum Zeitpunkt der über die Sachkapitalerhöhung II abzustimmenden außerordentlichen Hauptversammlung voraus.

In einem gewissen Gegensatz zu § 255 Abs. 2 AktG sind die Bewertungsgrundsätze im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, wie z.B. dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nach §§ 291 ff. AktG oder eines aktienrechtlichen Squeeze Out gemäß § 327 a ff. AktG, vergleichsweise weit entwickelt und in der betriebswirtschaftlichen Fachliteratur weitestgehend anerkannt. Sowohl die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG bzw. der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages als auch der angemessenen Barabfindung nach § 327 Abs. 1 AktG bei Durchführung eines Squeeze Outs setzen die Ermittlung eines angemessenen Wertes des Eigenkapitals der die Maßnahme durchführenden Gesellschaft zum Zeitpunkt der über die jeweilige Maßnahme beschließenden Hauptversammlung voraus. Da nicht nur das Bewertungsziel bei den aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen mit der ratio legis des § 255 Abs. 2 AktG vergleichbar ist, sondern auch die Zielsetzung des Gesetzgebers, Minderheitsaktionäre bzw. außenstehende Aktionäre vor einer unangemessenen Beeinträchtigung ihrer Vermögensposition zu schützen, werden die durch die Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ebenso für den hier vorliegenden Anlass, der Beurteilung der Angemessenheit des Ausgabebetrages bei einer Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss berücksichtigt.

4.2. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA

Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).

Der Wert eines Unternehmens nach IDW S 1 ist anlassbezogen zu ermitteln. Er bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwertes der Nettozuflüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und der Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte erwirtschaftet werden (sog. Zukunftserfolgswert). Hierzu werden nach Theorie und Praxis

die Ertragswertmethode und die Varianten der Discounted Cashflow-Methode (im Folgenden auch „DCF-Methode“) verwendet. 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.

Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip). Dabei ist bei Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Mehrheitsaktionärs beispielsweise umsetzen ließe, ist nach IDW S 1 für die Ermittlung des objektivierte Wertes nicht maßgeblich.

Der Wert des Eigenkapitals lässt sich direkt durch Nettokapitalisierung anhand des sogenannten Ertragswertverfahrens bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der Discounted Cashflow-Methode oder indirekt durch Bruttokapitalisierung nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (sog. Weighted Average Cost of Capital-Ansatz, im Folgenden „WACC-Ansatz“), dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz ermitteln. Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwertes (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.

Bei unternehmerischen Initiativen, bei denen die Bewertung als objektivierte Informationsgrundlage dient, kann grundsätzlich von einer mittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer ausgegangen werden. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet. Diesem Ansatz wurde hier aufgrund des Bewertungsansatzes grundsätzlich gefolgt.

Da gemäß IDW S 1 jedoch bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern verwiesen wird, wird in dieser Gutachtlichen Stellungnahme zusätzlich auch die Ermittlung der Unternehmenswerte nach dem Ertragswertverfahren des IDW S 1 unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung, d.h. mit typisierter Berücksichtigung persönlicher Einkommenssteuern, dargestellt.

Anders als der IDW S 1 gehen die DVFA-Empfehlungen für die Bestimmung des Verkehrswertes vom Bewertungskonzept des „markttypischen Unternehmenserwerbers“ als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwertes aus. Damit wird für die Modellierung des Modell-Unternehmenserwerbers viel stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer

Unternehmenserwerber herangezogen. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode grundsätzlich gleichberechtigt zu den Cashflow-basierten Diskontierungsverfahren ist, man explizit mit Wertbandbreiten als Ausgangspunkt der finalen Begründung der Angemessenheit der vorgeschlagenen Abfindung operiert und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Erwerbers transparent darstellt. Im Gegensatz zum IDW S 1 lehnen die auf dem Konzept des markttypischen Erwerbers basierenden DVFA-Empfehlungen den Einbezug persönlicher Einkommensteuern auf Dividenden und Kapitalgewinne mit der Begründung ab, dass eine solche Typisierung aufgrund der empirisch belegbaren Anteilseignerstrukturen deutscher Aktiengesellschaften und den empirisch auftretenden Unternehmenserwerbern nicht vereinbar mit der Annahme eines markttypischen Erwerbers sind.

Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (z.B. Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens bzw. dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Unternehmenswertes ungeeignet sein kann.

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen⁸² oder gemäß den DVFA-Empfehlungen auch als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden.

Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingtem Umsatzerlöse, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein können. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Wertes des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.

Gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung (Stollwerck⁸³ und DAT/ALTANA⁸⁴) bildet der Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die Untergrenze der angebotenen Abfindung bzw. des Ausgleichs. Dabei ist auf den nach Handelsvolumen gewichteten Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“) zum Zeitpunkt der Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme abzustellen. Sofern diese aus der Rechtsprechung zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze auf die Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses gemäß

⁸² Vgl. IDW S 1, Tz. 13.

⁸³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 (Stollwerck-Entscheidung).

⁸⁴ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 (DAT/Altana).

§255 Abs. 2 AktG zu übertragen sind, muss der vom Vorstand der Drillisch AG und der 1&1 SE zur Durchführung der Transaktion festgelegte Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 2.988 Mio. mindestens dem sich aus dem Dreimonatsbörsenkurs ergebenden Wert des Eigenkapitals entsprechen. Die Festlegung einer vergleichbaren Wertuntergrenze bzw. die Durchführung einer vergleichenden Bewertung für die 1&1 SE kann jedoch nicht vorgenommen werden, da die Aktien der 1&1 SE nicht börsennotiert sind.

4.3. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.⁸⁵ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte unbeachtlich.⁸⁶ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf Ihre Plausibilität hin zu beurteilen.⁸⁷ Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.⁸⁸

DVFA-Empfehlungen

In Ergänzung zum IDW S 1 wurde auftragsgemäß eine Würdigung der Unternehmensplanung unter dem Wertkonzept eines „markttypischen Erwerbers“, wie er in den DVFA-Empfehlungen für Unternehmensbewertung vorgesehen ist, vorgenommen. Hiernach bewertet der markttypische Erwerber das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Erwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen wird.⁸⁹ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (ebenfalls bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung,

⁸⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

⁸⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 32.

⁸⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 81.

⁸⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 27 i.V.m. 81.

⁸⁹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung) basierend auf den tatsächlichen Erwartungen und dem Kenntnisstand des unterstellten markttypischen Erwerbers am Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Wertaufhellungsprinzips.⁹⁰

Der anzuwendende Maßstab in Bezug auf die der Bewertung zugrundeliegende Planung bezieht sich somit auf die rechnerische Richtigkeit, die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planannahmen beruhen, die Widerspruchsfreiheit sowie die Analyse, ob die Planungsrechnung mit den fiktiven Annahmen eines markttypischen Erwerbers übereinstimmt.

Zur weiteren Interpretation des Konzeptes des markttypischen Erwerbers und der von diesem zu unterstellenden Unternehmensplanung kann auf das durch den Rechnungslegungsstandard IFRS 13 zur Ermittlung beizulegender Zeitwerte (sog. Fair Value Measurement) etablierte Konzept der üblichen Marktteilnehmer (sog. Market Participant) zurückgegriffen werden.⁹¹ Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswertes anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den Vermögenswert zugrunde legen würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln.⁹² Gleichzeitig ist die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, durch die höchste und beste Verwendung des Vermögenswertes wirtschaftlichen Nutzen zu erzeugen.⁹³ Bei Unterstellung einer fiktiven Verhandlungssituation wird ein rational handelnder markttypischer Erwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögenswertes unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Eine Prämie wird der rational handelnde markttypische Erwerber jedoch nur in der Höhe zahlen, als dies für den sicheren Erwerb der Anteile und damit zu seiner eigenen Wertoptimierung notwendig ist. Insofern sind bei Unterstellung eines marktüblichen Erwerbers rein käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung und Bewertung zu berücksichtigen.

Im Folgenden wird zur Plausibilisierung der Planung der grundsätzliche Aufbau der Planung, der Planungsprozess und die Planungstreu in der Vergangenheit analysiert. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.⁹⁴ Da auftragsgemäß im Zuge der Angemessenheitsbeurteilung des Austauschverhältnisses eine eigenständige Ermittlung des Unternehmenswertes der Drillisch AG und der 1&1 SE durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planungen vorgenommen.

Daher bezieht sich der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung analog zu IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen und der Rechtsprechung auf die

⁹⁰ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

⁹¹ Vgl. IFRS 13, Anhang A: Im Standard wird der beizulegende Zeitwert auf der Grundlage eines „Abgangspreises“ definiert und eine Fair-Value-Hierarchie eingeführt, was zu einer marktbasierten und nicht unternehmensspezifischen Bewertung führt. Der beizulegende Zeitwert ist gemäß IFRS 13 „der Preis, der im Zuge eines geordneten Geschäftsvorfalles unter Marktteilnehmern am Bemessungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswertes zu erhalten wäre oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen wäre.“

⁹² Vgl. IFRS 13, Tz. 22.

⁹³ Vgl. IFRS 13, Tz. 27.

⁹⁴ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24.05.2012, Abs. 12.

rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.

Vor diesem Hintergrund werden, unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld, kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt und diese Kennzahlen im Rahmen eines Benchmarking mit historischen Ergebnissen und Analystenschätzungen für die Peer Group, verglichen.

4.4. Bewertung anhand der Discounted Cashflow-Methode

Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der Discounted Cashflow (DCF)-Methode ermittelt werden.⁹⁵ Da die sachgerechte Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsmethoden keinen Einfluss auf den Unternehmensgesamtwert hat, sind gem. IDW S 1 beide Diskontierungsmethoden gleichwertig anzusehen. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten.⁹⁶ Da zudem alle Verfahren der DCF-Methode (Cashflow-to-Equity-, WACC-, Adjusted Present Value und Total Cashflow-Ansatz) bei konsistenten Annahmen zu dem gleichen Bewertungsergebnis führen, sind sowohl nach den Grundsätzen des IDW S 1 als auch nach den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich alle DCF-Ansätze anwendbar.

Aufgrund der Überführbarkeit der Ableitung der finanziellen Überschüsse bei Ermittlung des DCF-Wertes vor und nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes auf den Cashflow-to-Equity-Ansatz vor persönlichen Steuern abgestellt. Aufgrund der Verwendung einer durchschnittlichen markttypischen Verschuldung nach den DVFA-Grundsätzen wird für den DCF-Wert nach den DVFA-Empfehlungen der WACC-Ansatz verwendet.

4.4.1. Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert

Beim Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows (sog. „Flow-to-Equity“ oder Cashflow-to-Equity) zum Bewertungsstichtag berechnet. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem DCF-Wert zuzüglich der Sonderwerte.

$$\begin{array}{r}
 \text{DCF-Wert} \\
 + \quad \text{Sonderwerte} \\
 \hline
 = \quad \text{Wert des Eigenkapitals}
 \end{array}$$

Sowohl im Cashflow-to-Equity-Ansatz als auch in der Ertragswertmethode startet die Definition des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms beim Konzernergebnis nach Steuern und Minderheiten. Da-

⁹⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 7.

⁹⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 101.

von sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen (Working Capital) und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
-	Minderheiten
<hr/>	
=	Konzernergebnis nach Steuern und Minderheiten
+	Abschreibungen
-	Bruttoinvestitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
-/+	Veränderung des Nettoumlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
-/+	Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten
<hr/>	
=	Cashflow-to-Equity⁹⁷ bzw. Ausschüttung

Die Berechnung des DCF-Wertes wird zunächst vor persönlichen Einkommenssteuern der Anteilseigner vorgenommen und somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet. Die Darstellung des Ertragswertverfahren unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung wird in Kapitel 4.2. dargestellt und unterscheidet sich vom DCF-Wert gemäß des Cashflow-to-Equity-Ansatzes allein durch die Berücksichtigung der Abgeltungssteuer. Da der Cashflow-to-Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüsse entspricht, ist der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zu diskontieren.

Beim WACC-Ansatz der DCF-Methode dagegen wird der Wert des Eigenkapitals wie folgt ermittelt:

Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value)

-	Verzinsliche Verbindlichkeiten
=	DCF-Wert
+/-	Sonderwerte
=	Wert des Eigenkapitals

Der WACC-Ansatz der DCF-Methode ermittelt in einem ersten Schritt den Unternehmensgesamtwert, indem die zukünftigen Cashflows der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag diskontiert werden. Dabei werden die zukünftigen Free Cashflows definiert als die maximal ausschüttbaren finanzielle Überschüsse, die den Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen. Um den hier vorliegenden DCF-Wert zu erhalten, muss vom Unternehmensgesamtwert der Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten abgezogen werden.

⁹⁷ Entspricht dem Konzernergebnis nach Steuern und Minderheiten abzüglich der Veränderung des Eigenkapitals (i.d.R. Thesaurierung).

Der Free Cashflow ist definiert als das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT), abzüglich Ertragsteuern und geplanten Investitionen, zuzüglich Abschreibungen und unter Berücksichtigung geplanter Veränderungen des Nettoumlaufvermögens.

Für Bewertungszwecke wurden die Ertragsteuern auf das operative Ergebnis berechnet. Somit werden die Ertragsteuern berechnet, als ob das Unternehmen rein eigenfinanziert wäre. Der Vorteil einer Fremdfinanzierung, sog. „Tax Shield“, d.h. die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen, wird im WACC-Ansatz über eine Anpassung des Diskontierungssatzes berücksichtigt.

Der Free Cashflow wird folgendermaßen berechnet:

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Adjustierte Steuern (auf EBIT bei 100%iger Eigenfinanzierung)
=	NOPLAT
+	Abschreibungen
-/+	Investitionen / Desinvestitionen ins Anlagevermögen
-/+	Investitionen / Desinvestitionen ins Nettoumlaufvermögen
=	Free Cashflow

Der Free Cashflow, der hier als Grundlage für die Wertermittlung nach der DCF-Methode gemäß DVFA-Empfehlungen dient, ist die Größe, die den Eigen- und Fremdkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Free Cashflow mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten diskontiert, die den gewichteten durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber entsprechen. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden auch als WACC bezeichnet.

Die Planung des Cashflow-to-Equity bzw. des Free-Cashflow wird üblicherweise in zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Die zweite, sogenannte Fortführungsphase (im Folgenden „Terminal Value“ bzw. kurz „TV“) unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.⁹⁸ Sofern das Bewertungsobjekt sich zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind in der Fortführungsphase entsprechende Annahmen, z.B. in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen und die Laufzeit vorteilhafter Verträge, zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.

⁹⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 75ff.

4.4.2. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Wertes nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem DCF-Wert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Steuerliche Verlustvorträge werden in der Praxis oft als Sonderwerte berücksichtigt. Dabei muss die Ableitung von Sonderwerten aus Verlustvorträgen vor dem Hintergrund der geplanten Nutzbarkeit anhand der Planungsrechnung der Gesellschaft erfolgen. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche operative Unternehmensaufgabe berührt wäre.

4.4.3. Wert des Eigenkapitals

Die Berücksichtigung von Sonderwerten als Addition bzw. Subtraktion zum DCF-Wert führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

4.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

Neben der Ableitung des Unternehmenswertes mittels der DCF-Methode werden Unternehmenswerte und Bandbreiten mit Hilfe der Multiplikator-Methode verwendet.

Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig als Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Wie die DCF- und Ertragswertmethode wird auch die Multiplikator-Methode den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.

Auftragsgemäß werden neben dem IDW S 1 die Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung der DVFA zugrunde gelegt. Wie beschrieben, stellen diese auf die Perspektive des markttypischen Erwerbers ab, welcher grundsätzlich verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und DCF-Methode, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. Gegenüber dem IDW S 1 steht die Multiplikator-Bewertung daher in den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,⁹⁹ sofern nicht branchenbedingte oder unternehmensspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer Methode rechtfertigen.

Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. Law of One Price (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter am selben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, andernfalls würden Arbitrage-Möglichkeiten entstehen. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (z.B. Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.

⁹⁹ Vgl. hierzu insbesondere S 143 sowie DVFA-Empfehlungen, 2012.

Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamt看 ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass der Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Preise darstellen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise über verschiedene Bewertungsschritte angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamt看 zu erhalten (analog zur DCF-Methode). Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks oder Marktunvollkommenheiten (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein. Unter Umständen können verzerrte Marktpreisbildungen auch zur Nicht-Anwendbarkeit einzelner Multiplikatoren oder der Multiplikator-Methode insgesamt führen.

Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung des Kapitalisierungszinses aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und über Bewertungsanpassungen durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.

Im Rahmen der empfohlenen Vorgehensweise nutzt die multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis des gleichen Business Plans, der auch bei der DCF-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsmethode.

Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. LTM-Multiplikatoren bzw. Stichtags-Multiplikatoren, hier das Geschäftsjahr 2016) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. Forward-Multiplikatoren; hier 2017 und 2018). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf IST-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren (Transaction Multiples). Aufgrund der für den Bewertungsanlasser notwendigen Ermitt-

lung von Stand Alone-Werten wird im Weiteren auf die Berücksichtigung von Transaktionsmultiplikatoren und Übernahmeprämien verzichtet. Beides setzt die Berücksichtigung von Synergien voraus, was für die Stand Alone-Bewertung irrelevant ist.

4.6. Liquidationswert

Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet.¹⁰⁰ Der Liquidationswert wird sowohl im Konzept des IDW S 1 als auch im Rahmen der DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.¹⁰¹ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen von anderen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.

Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.¹⁰²

Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.

Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass sich eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) negativ auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, auswirkt, die finanziellen Überschüsse bei einer Zerschlagung aber relativ früh anfallen. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.

Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.

¹⁰⁰ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

¹⁰¹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012 S. 8.

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140f.

Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung.¹⁰³ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt. Auch werden im konkreten Bewertungsfall keine Anzeichen dafür gesehen, dass der Liquidationswert als Wertuntergrenze relevant wäre.

4.7. Berücksichtigung von Synergien

4.7.1. Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA

Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierten Wertes gemäß IDW S 1 zwischen sog. echten und unechten Synergien zu unterscheiden. Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswertes grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergiestiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind. Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.

Im Unterschied zum IDW S 1 basieren die DVFA-Empfehlungen auf dem Konzept des markttypischen Erwerbers. Der markttypische Erwerber wird seine rein käuferindividuellen Synergien bzw. wertbestimmenden Faktoren in einer unterstellten fiktiven Verhandlungssituation nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen. Rein käuferindividuelle Synergien sind dabei unabhängig von der Definition echter oder unechter Synergien des IDW S 1. So stellen rein käuferindividuelle Synergien unabhängig vom jeweiligen Bewertungsanlass jenen Anteil am gesamten Synergiepotenzial dar, der ausschließlich dem spezifischen Käufer bzw. Mehrheitsaktionär zuzuordnen ist. Diese sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Erwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen (sog. „Market Participant-Synergien“). Dies gilt jedoch nur, wenn die Planung nicht bereits Synergien enthält.

4.7.2. Allokation von Synergien

Die Berücksichtigung der Synergien entsprechend der Unterscheidung nach unechten (berücksichtigungsfähigen) und echten (nicht berücksichtigungsfähigen) Synergien nach IDW S 1 und nach

¹⁰³ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

Market Participant-Synergien (berücksichtigungsfähige) und käuferindividuelle (nicht-berücksichtigungsfähige) Synergien ist bei der Ermittlung von angemessenen Abfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen anerkannte Praxis der Unternehmensbewertung.

Im Gegensatz hierzu ist bei der Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss die Berücksichtigung von Synergien in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung nicht abschließend geklärt.¹⁰⁴ Während bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die Berücksichtigung der echten Synergien aufgrund der mit der Maßnahme verbundenen „zwangsweisen“ Desinvestition ein Interesse der Minderheitsaktionäre an den mit der Umsetzung der Maßnahme entstehenden echten Synergien verneint wird, ist die Interessenlage bei der Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss anders gerichtet.

Im Gegensatz zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen werden die mit der Aktie verbundenen Rechte nicht unmittelbar durch die Sachkapitalerhöhung eingeschränkt. Die Altaktionäre, die zwar nach Umsetzung der Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss eine Verwässerung ihres Dividendenbezugsrechts und des Stimmrechts insgesamt erleiden, bleiben weiterhin an der aufnehmenden Gesellschaft beteiligt. Folglich partizipieren Altaktionäre auch nach der Umsetzung Sachkapitalerhöhung an den echten Synergien entsprechend ihres Beteiligungsverhältnisses nach Durchführung der Sachkapitalerhöhung. Trotz der auftretenden Verwässerung kann aufgrund der tatsächlichen Partizipation der Altaktionäre an den echten Synergien die Durchführung der Sachkapitalerhöhung gegenüber der Stand Alone-Bewertung der aufnehmenden Gesellschaft insgesamt vorteilhaft sein. Der Wert der Aktien der Altaktionäre steigt aufgrund der Synergien gegenüber dem Wert ihrer Aktien auf Stand Alone-Basis.

Ein aus Sicht der Altaktionäre unangemessenes Austauschverhältnis, was für den Erfolg einer Anfechtungsklage nach § 255 Abs. 2 AktG erforderlich wäre, kann aufgrund der beschriebenen Wertsteigerung der Aktien der Altaktionäre bereits durch die Ermittlung von angemessenen Stand Alone-Werten für die Sacheinlage und die dafür auszugebenden Aktien ausgeschlossen werden. Aus diesem Grund wird die Angemessenheit des Austauschverhältnisses zunächst auf Basis der Stand Alone-Unternehmenswerte der Drillisch AG und der 1&1 SE beurteilt.

Da in der Fachliteratur darüber hinaus die Auffassung vertreten wird, dass bei der Ermittlung eines angemessenen Austauschverhältnisses die Unternehmenswerte unter Berücksichtigung der echten Synergien zu ermitteln sind, wird in dieser Gutachtlichen Stellungnahme zusätzlich die Angemessenheit des Austauschverhältnisses nach Berücksichtigung der echten Synergien beurteilt.¹⁰⁵ Grundsätzlich kann nach Allokation der Synergien eine Schlechterstellung der Altaktionäre gegenüber dem Stand Alone-Austauschverhältnis nur daraus resultieren, dass der überwiegende Anteil der Synergien der Sacheinlage, d.h. der 1&1 SE, zuzuordnen wäre. Als Allokationsmaßstäbe kommen dabei grundsätzlich eine wertproportionale, eine verursachungsgerechte Aufteilung sowie eine hälftige Aufteilung der Synergien auf beide Unternehmen in Frage. Dabei führt eine wertproportionale Aufteilung der Synergien zu dem gleichen Austauschverhältnis wie auf Basis der Stand Alone-Werte des Eigenkapitals.

¹⁰⁴ Vgl. Kiefner/Seibel, Reichweite und Grenzen des Verwässerungsschutzes nach § 255 Abs. 2 AktG, Aktiengesellschaft 9/2016, S. 311.

¹⁰⁵ Vgl. Kiefner/Seibel, Reichweite und Grenzen des Verwässerungsschutzes nach § 255 Abs. 2 AktG, Aktiengesellschaft 9/2016, S. 311.

5. BEWERTUNG DER DRILLISCH AG

5.1. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

5.1.1. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

Der Planungsprozess von Drillisch erfolgt grundsätzlich im Bottom-Up-Ansatz. Nach Abschluss der Planungsvorbereitungen durch das Controlling plant im Wesentlichen der Geschäftsbereich Vertrieb die Umsatzerlöse und die Personalkosten auf Basis eines detaillierten Preis-Mengengerüsts. Top-Down werden hierbei durch den Vorstand der Drillisch AG grundsätzlich keine Vorgaben gemacht. Nach Zusammenführung der Teilplanungen der einzelnen Geschäftsbereiche erfolgt durch das Controlling und den Vorstand der Drillisch AG eine Durchsicht der Planungsergebnisse. Sofern erforderlich werden wesentliche Abweichungen zwischen den strategischen Zielsetzungen und dem Ergebnis der Planungserstellung im Bottom-Up Prozess mit den Planungsverantwortlichen diskutiert und ggf. Adjustierungen der Planungsrechnung vorgenommen. Hierbei werden, insbesondere vertragliche Vereinbarungen, die Entwicklung historischer Vertriebs- und Finanzkennzahlen und Entwicklungen des Markt- und Wettbewerbsumfelds einbezogen. Die Planungsrechnung umfasst grundsätzlich den Zeitraum der nächsten fünf Geschäftsjahre und wird auf Monatsbasis erstellt. Variable Vergütungskomponenten der Mitarbeiter und Vorstände sind ebenfalls an die Erreichung der Planungsrechnung gekoppelt.

Eine formale Verabschiedung der Planungsrechnung durch den Vorstand der Drillisch AG ist im Planungsprozess nicht vorgesehen. Dem Aufsichtsrat wird die Planung für das folgenden Geschäftsjahr i.d.R. im November des laufenden Geschäftsjahres zur Kenntnisnahme vorgelegt.

Zudem nimmt Drillisch unterjährig eine Aktualisierung der Planungsrechnung vor. Diese wird durch das Controlling i.d.R. im März oder April des jeweiligen Geschäftsjahres angestoßen. Im Rahmen der Planungsaktualisierung überprüft im Wesentlichen der Vertrieb auf Basis von Plan-/IST-Vergleichen die im November des Vorjahres erstellte Planungsrechnung und nimmt, soweit erforderlich, Anpassungen vor. Die Aktualisierung der Planungsrechnung ist i.d.R. im Mai des jeweiligen Jahres abgeschlossen. Eine Kenntnisnahme der aktualisierten Planungsrechnung durch den Aufsichtsrat ist grundsätzlich nicht vorgesehen. Allerdings wird der Aufsichtsrat über Plan-/IST-Abweichungen im Rahmen der Quartalsberichterstattung informiert.

Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende, integrierte Planungsrechnung von Drillisch umfasst die Jahre 2017 bis 2021. Die Planungsrechnung wurde dem Aufsichtsrat zur Kenntnisnahme vorgelegt. Sie besteht aus einer Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, einer integrierten Bilanzplanung und einer hieraus abgeleiteten Kapitalflussrechnung. Aufgrund der bereits beschriebenen Bereinigungen des Excess Cash wird die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung bis zum EBIT übernommen. Das Finanzergebnis wird dagegen eigenständig auf Basis des sich im Planungszeitraum unter Berücksichtigung der Ausschüttungen ergebenden Bestands an liquiden Mitteln geplant. Entsprechend wird bei der Bilanzplanung ebenfalls eine eigenständige Ableitung des Bestands an liquiden Mitteln vorgenommen. Die Annahmen zu sonstigen Posten der Bilanz- und oder Gewinn- und Verlustrechnung wurden unverändert übernommen.

5.1.2. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

Die Planungsrechnung von Drillisch wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunktbezogenen Kennzahlenanalysen und Benchmarking zur Peer Group analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	290	499	567	699	823	953	1.045	1.125	14,7%
Wachstum (in %)	-	72,4%	13,5%	23,4%	17,7%	15,7%	9,7%	7,6%	
Materialaufwand	147	244	309	373	433	517	569	608	14,5%
Rohrertrag	143	255	258	326	391	436	477	516	14,9%
Marge (in %)	49,2%	51,1%	45,5%	46,6%	47,5%	45,7%	45,6%	45,9%	
Personalaufwand	25	38	49	52	56	59	61	62	5,2%
Sonstige betriebliche Erträge	1	15	14	6	6	7	8	9	-7,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36	116	101	109	109	109	113	117	3,1%
Andere aktivierte Eigenleistungen	2	2	2	-	-	-	-	-	
EBITDA (vor Anpassung)	85	118	125	171	232	275	311	346	22,7%
Bewertungstechnische Anpassung	n.a.	n.a.	n.a.	2	3	3	2	2	
EBITDA (nach Anpassung)	85	118	125	174	235	278	313	348	22,8%
Marge (in %)	29,4%	23,7%	22,0%	24,8%	28,5%	29,2%	29,9%	31,0%	
Abschreibungen	10	36	61	49	33	31	27	23	-17,6%
EBIT (nach Anpassung)	75	82	63	125	201	247	286	325	38,8%
Marge (in %)	26,0%	16,5%	11,1%	17,9%	24,4%	25,9%	27,3%	28,9%	
Finanzergebnis	-3	-3	-3	-1	0	0	0	0	
Außerordentliches Ergebnis	-	-13	-4	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern (exkl. Ber.)	73	66	56	124	201	247	286	325	42,4%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	23	20	29	35	62	74	88	101	28,3%
Effektive Steuerrate (in %)	31,0%	30,3%	52,4%	28,4%	31,0%	30,1%	30,9%	31,2%	
Jahresüberschuss	50	46	26	89	139	173	198	224	53,3%
Marge (in %)	17,3%	n.a.	n.a.	12,7%	16,8%	18,1%	18,9%	19,9%	

5.1.2.1. Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse werden durch Drillisch entsprechend der unterschiedlichen Produktgruppen MVNO-Geschäft, Warengeschäft und der sonstigen Umsatzerlöse geplant. In dem GuV-Posten MVNO-Geschäft sind die Umsatzerlöse aus Wholesale O2 / Postpaid, Wholesale O2 / Prepaid und Wholesale D2 / Postpaid zusammengefasst. Wholesale O2 / Postpaid stellen die Umsatzerlöse aus Mobilfunkverträgen von Drillisch auf Basis des MBA MVNO-Modells und der Nutzung des Telefónica-Netzes dar. Zudem verfügt Drillisch über Umsatzerlöse Wholesale D2, bei denen Drillisch im eigenen Namen Mobilfunkleistungen im Netz der Vodafone bereitstellt. Die Abrechnung der Vorleistungen erfolgt jedoch im Gegensatz zu den Wholesale O2-Verträgen nicht auf Basis eines Kapazitäts-Modells, sondern über ein „Pay-as-you-go“-Einkaufs-Modell. Dabei werden Drillisch die Gebühren für die Netznutzung entsprechend der tatsächlich angefallenen Nutzung des Vodafone-Netzes durch Drillisch Kunden in Rechnung gestellt. Darüber hinaus verfügt Drillisch über Umsatz-

erlöse aus Prepaid-Verträgen, die ebenfalls auf dem Telefónica-Netz basieren. Der Planung der Umsatzerlöse Wholesale O2 / Postpaid, Wholesale O2 / Prepaid und Wholesale D2 liegt jeweils eine Planung der Entwicklung des Kundenbestandes unter Berücksichtigung von Neukundenzugängen und Kundenabgängen zugrunde. Zudem werden die Umsatzerlöse auf Basis der erwarteten Marktpreise sowie eines Preis-/Mengengerüsts für Zusatzleistungen, die nicht in den Flatrate-Tarifen enthalten sind, geplant.

Zusätzlich realisiert Drillisch Umsatzerlöse aus Warengeschäft durch den Vertrieb von Mobilfunkgeräten und sonstiger Hardware. Die vertriebenen Geräte werden bei Drillisch nicht aktiviert und über die Mindestvertragslaufzeit abgeschrieben, sondern fließen direkt in den Wareneinsatz ein. Sind die Geräte Teil eines Bundles mit einem 24-monatigen Mobilfunktarif mit einer entsprechend erhöhten monatlichen Grundgebühr, so wird der Teil des Bundle-Umsatzes, der anteilig auf das Gerät entfällt, gemäß den Vorgaben des sogenannten „Mehrkomponentengeschäfts“ auf den Tag der Lieferung des Gerätes vorgezogen. Weitere Umsatzerlöse aus Kundenrückgewinnungen, dem Vertrieb von Prepaid-Aufladekarten und Gutscheinen sowie übrige Umsatzerlöse sind im Planungszeitraum von untergeordneter Bedeutung und generieren keine nennenswerte Marge.

Die Entwicklung der Umsatzerlöse stellt sich im Planungszeitraum wie folgt dar:

Umsatzerlöse - Aufteilung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)		Planung				CAGR	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
MVNO-Geschäft	398	483	598	733	866	958	1.036	16,5%
Warengeschäft	63	50	55	57	59	61	63	4,6%
Sonstige Umsatzerlöse	38	33	47	33	28	27	26	-4,8%
Umsatzerlöse gesamt	499	567	699	823	953	1.045	1.125	14,7%
Wachstum (in %)		13,5%	23,4%	17,7%	15,7%	9,7%	7,6%	

Insgesamt steigen die Umsatzerlöse im Planungszeitraum von EUR 567 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1.125 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14,7%. Im gleichen Zeitraum steigt die durchschnittliche Anzahl der Kunden über alle fortgeführten Produktgruppen von 2.975 Tsd. auf 6.207 Tsd. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 15,8%.

Die Entwicklung der Umsatzerlöse im Planungszeitraum im Vergleich zur historischen Umsatzverteilung ist durch die Umstellung des Geschäftsmodells auf das Full-MVNO-Modell gekennzeichnet. Während im Jahr 2016 ca. 85% der Umsatzerlöse auf das MVNO-Geschäft entfielen, nimmt der Anteil dieser Umsatzerlöse bis zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2021 auf 92% zu. Dagegen nehmen die Umsatzerlöse aus Warengeschäft mit einem Anteil von 9% im Jahr 2016 auf 6% im Jahr 2021 ab. Ebenso ist der Anteil der sonstigen Umsatzerlöse von 6% im Jahr 2016 auf 2% im Jahr 2021 rückläufig. Insbesondere nimmt der Anteil der Umsatzerlöse Wholesale O2 / Postpaid, als Unterposten der Umsatzerlöse MVNO-Geschäft, von 59% im Jahr 2016 auf 90% im Jahr 2021 zu.

Wesentliche Annahme in Bezug auf die Planung der Umsatzerlöse ist ein starkes Kundenwachstum im Bereich des MVNO-Geschäfts, insbesondere im Bereich des Wholesale O2 / Postpaid. Der Grund

für den dortigen Anstieg des Kundenbestandes ist die Positionierung von Drillisch als Preis-/Leistungssieger im Mobilfunkmarkt verbunden mit der zunehmenden Nachfrage nach kostengünstigen Mobilfunkverträgen mit hohen Verbindungsgeschwindigkeiten und Inklusivdatenvolumina. Diese Entwicklung steht im Einklang mit dem seit dem Jahr 2014 beobachtbaren Marktanteilsgewinn der MVNOs einerseits und den zukünftig steigenden Datenvolumen im Mobilfunkmarkt andererseits. Aufgrund langjähriger Erfahrungswerte geht Drillisch davon aus, dass auch künftig jährlich ca. 20% der Kunden ihre Verträge kündigen (sog. „Churn Rate“). Innerhalb der Umsatzerlöse Wholesale O2 / Postpaid stellen die monatlichen Abrechnungen der Mobilfunkverträge die wesentlichen Umsatzposten dar. Hier geht Drillisch im Rahmen seiner „More-for-more“-Strategie von einem geringen Anstieg des ARPU aus.

Zudem werden in den Wholesale O2 / Postpaid Umsatzerlösen Entgelte aus der Aktivierung von Neuverträgen und Terminierungsentgelte erfasst. Trotz der aufgrund des Kundenwachstums hohen Anzahl an Aktivierungen nehmen die Umsatzerlöse aus Aktivierungen im Planungszeitraum ab. Grund hierfür ist die geplante Reduzierung von Aktivierungsentgelte zum Zwecke der Neukundengewinnung. Während im Geschäftsjahr 2015 ca. EUR 65 Mio. in markenbezogene Werbung investiert wurden, erfolgt im Planungszeitraum die Neukundengewinnung u.a. über reduzierte Anschlussgebühren, denen jedoch keine Reduzierung des Materialaufwands für Aktivierungen gegenübersteht.

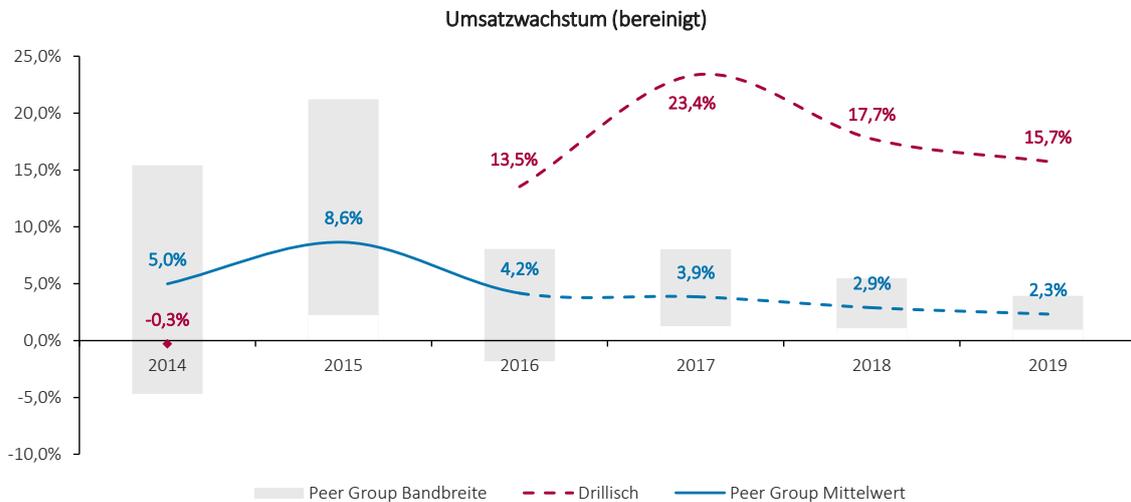
Neben den Umsatzerlösen O2 Wholesale / Postpaid plant Drillisch Umsatzerlöse aus O2 Wholesale / Prepaid zu realisieren. Diese betragen im Jahr 2016 lediglich EUR 2 Mio. und steigen auf EUR 5 Mio. im Jahr 2021. Sie sind daher für Drillisch insgesamt von geringer Bedeutung.

Umsatzerlöse aus Wholesale D2 sind im Planungszeitraum von einer Abnahme des durchschnittlichen Kundenbestandes und der Umsatzerlöse aufgrund der Einstellung der Vertriebsaktivitäten gekennzeichnet. Langfristig geht Drillisch davon aus, dass der Kundenbestand abschnilzt und die Umsatzerlöse entfallen.

Umsatzerlöse aus Warengeschäft entwickeln sich im Planungszeitraum mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 4,6% p.a. insgesamt unterproportional zu den Gesamtumsatzerlösen. Hintergrund ist, dass der Vertrieb von Endgeräten mit verhältnismäßig hohem Verwaltungsaufwand verbunden ist und somit nur geringe Rohertragsmargen realisiert werden können.

Die sonstigen Umsatzerlöse steigen von EUR 33 Mio. im Jahr 2016 zunächst auf EUR 47 Mio. und sinken auf EUR 26 Mio. im Jahr 2021. Im Jahr 2017 sind hierin Umsatzerlöse i.H.v. EUR 17 Mio. und im Jahr 2018 i.H.v. EUR 5 Mio. als Nachläufer des veräußerten Vermittlungsgeschäft der TPH-Gruppe enthalten. Entsprechend sind ab dem Jahr 2019 keine Umsatzerlöse aus Vermittlungsgeschäft in der Planungsrechnung enthalten. Dies ist der wesentliche Grund für die Abnahme der sonstigen Umsatzerlöse auf EUR 26 Mio. im Jahr 2021.

In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Umsatzerlöse von Drillisch mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen:¹⁰⁶



Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in der Vergangenheit im Durchschnitt zwischen 4,2% und 8,6%. Im Jahr 2015 wies Drillisch ein Wachstum der Umsatzerlöse von 72,4% aus.¹⁰⁷ Im Folgejahr 2016 lag das Umsatzwachstum von Drillisch mit einer Wachstumsrate von 13,5% deutlich über dem Niveau der Peer Group-Unternehmen, was sich mit Wachstumsraten von 23,4% im Jahr 2017, 17,7% im Jahr 2018 und 15,7% im Jahr 2019 im gesamten Prognosezeitraum fortsetzt. Der Anstieg des Umsatzwachstums im Jahr 2017 ist u.a. auf die Berücksichtigung der nachlaufenden Umsatzerlöse aus dem Vermittlungsgeschäft zurückzuführen.

Das durchschnittliche Umsatzwachstum der Peer Group-Unternehmen liegt auf Basis der Analystenschätzungen bei 3,9% im Jahr 2017. In den Jahren 2018 und 2019 prognostizieren die Analysten für die Peer Group-Unternehmen Wachstumsraten von 2,9% bzw. 2,3%. Der Grund für das vergleichsweise hohe Umsatzwachstum ist im Wesentlichen die Positionierung von Drillisch als Preis-/Leistungsführer mit Tarifpreisen die regelmäßig unter den Angeboten der Wettbewerber liegen. Hierdurch gelingt es Drillisch preissensible Kunden im Online und Offline Segment zu gewinnen und die Umsatzerlöse deutlich zu steigern. Die Positionierung als Preis-/Leistungsführer wird Drillisch durch den mit Telefónica geschlossenen MBA MVNO-Vertrag gewährleistet, der Drillisch aufgrund von gestaffelten Preisen, Rabattierungen und Preisanpassungsmechanismen langfristig günstige und exklusive Konditionen für den Bezug der Mobilfunkleistungen für derzeitige und zukünftige technische Standards bei der Telefónica zusichert. Diese Konditionen ermöglichen es Drillisch ihre Produkte stets zu günstigen Preisen mit einem attraktiven Preis-/Leistungsverhältnis im Vergleich zu Wettbewerbern zu platzieren.

¹⁰⁶ Für das Benchmarking wurde auf die Peer Group exklusive Drillisch abgestellt, um die Planungsrechnung der Drillisch mit den Vergleichsunternehmen zu vergleichen.

¹⁰⁷ Der Wert ist aus Darstellungsgründe nicht im Benchmarking mit den Peer Group-Unternehmen enthalten.

5.1.2.2. Rothertrag

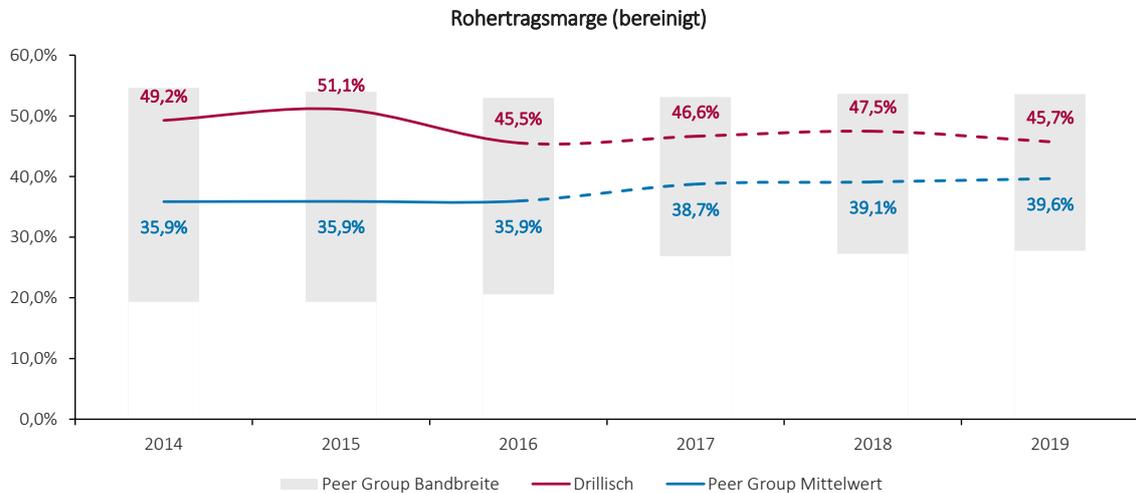
Der Rothertrag stellt eine wichtige Kennzahl für die Profitabilität von MVNO und MNO's dar. Dieser wird grundsätzlich als Differenz zwischen den Umsatzerlösen und dem Materialaufwand ermittelt. Der Planung des Rothertrags von Drillisch liegt, analog zur Planung der Umsatzerlöse, ein detailliertes Preis-/Mengengerüst zugrunde, welches insbesondere die vereinbarten Abnahmemengen und Konditionen des MBA MVNO-Vertrages nebst Änderungsvereinbarung berücksichtigt. Darüber hinaus ist in der Planungsrechnung bereits die Umstellung auf ein Full-MVNO-Modell ab dem Jahr 2018 geplant, die Drillisch Skaleneffekte durch die Abwicklung von Sprachtelefonie über Datenvolumen ermöglicht.

Der Materialaufwand steigt von EUR 309 Mio. im Jahr 2016 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 14,5% p.a. auf EUR 608 Mio. im Jahr 2021. Die Rothertragsmarge ist im Planungszeitraum nahezu konstant. Sie beträgt im Jahr 2016 45,5% und steigt bis zum Jahr 2018 auf 47,5%. Anschließend sinkt sie auf 45,7% im Jahr 2019 und steigt dann wiederum auf 45,9% im Jahr 2021.

Die Abnahme der Rothertragsmarge im Jahr 2019 um 1,8%-Punkte resultiert aus einer Verschlechterung der Stückkosten für den Bezug von Mobilfunkleistungen gemäß dem MBA MVNO-Vertrag mit Telefónica. Diese Preise gelten dann vertragsgemäß bis zum Jahr 2030 zuzüglich einer Übergangsphase von vier Jahren, d.h. bis zum Jahr 2034. Hierbei hat Drillisch bereits die vertragliche Mindestabnahmemenge von 20% der Kapazität des Telefónica-Netzes berücksichtigt. Bei Abschluss des MBA MVNO-Vertrages haben die Parteien eine Prognose der Netzkapazität zugrunde gelegt. Da das Telefónica-Netz im Vergleich zu dieser Ursprungsprognose jedoch deutlich stärker gewachsen ist, wurden im Rahmen der Änderungsvereinbarungen aktualisierte Prognosen der Netzkapazität zugrunde gelegt, die deutlich über der Ursprungsprognose liegen. Diese aktualisierte Prognose der Netzkapazität hat Drillisch bei der Planung des Materialaufwandes bereits berücksichtigt. Bis zum Jahr 2021 erwartet Drillisch, dass trotz der steigenden Kundenanzahl und des steigenden Datenverbrauchs nicht alle zur Verfügung stehende Kapazitäten ausgelastet werden. Trotz der nicht genutzten Kapazitäten, deren anteilige Kosten in der Planung auf die Stückkosten der genutzten Kapazitäten umgelegt werden, verfügt Drillisch noch immer über attraktive Einkaufskonditionen je GB Datenvolumen. Allerdings besteht das Risiko, dass die Datenkapazität des Telefónica-Netzes nochmals deutlich stärker steigt als erwartet und sich hieraus wiederum zusätzliche Leerkapazitäten ergeben, die zu einer Abnahme der Rothertragsmarge führen. Durch die im MBA MVNO-Vertrag bestehenden Preisanpassungsklauseln ist dieses Risiko jedoch begrenzt.

Der Planung des Materialaufwandes für O2 Wholesale / Postpaid liegt zudem die Annahme zugrunde, dass der durchschnittliche Datenkonsum der Netto-Neukunden (Gross Adds abzüglich Churn) von derzeit ca. 2 GB pro Monat bis zum Jahr 2021 auf 8 GB pro Monat ansteigen wird. Für die Bestandskunden fällt der Konsum aufgrund des vertraglich fixierten Inklusiv-Datenvolumen niedriger aus. Der Datenkonsum der Bestandskunden steigt von ca. 680 MB im Jahr 2016 auf ca. 2,5 GB bis zum Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen Wachstumsrate von ca. 29,7% p.a., die in etwa mit dem prognostizierten Wachstum des Datenvolumens für den Gesamtmarkt übereinstimmt.

Der Materialaufwand für D2 Wholesale / Postpaid ist aufgrund des Auslaufens des Geschäfts entsprechend der Entwicklung der Umsatzerlöse rückläufig. Lediglich einen geringen Einfluss auf die Höhe des Rohertrages hat das Warengeschäft.



Das Benchmarking der Rohertragsmargen der Peer Group-Unternehmen verdeutlicht, dass die Rohertragsmarge von Drillisch historisch und im Zeitraum der Analystenschätzungen sich zwar am oberen Ende befindet, jedoch insgesamt innerhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen liegt. Die Rohertragsmarge der Peer Group-Unternehmen liegt im Durchschnitt zwischen 35,9% und 39,6%. Dagegen schwankt die geplante Rohertragsmarge von Drillisch zwischen 45,5% und 51,1%. Dies verdeutlicht, dass Drillisch im Vergleich zu Wettbewerbern aufgrund des MBA MVNO-Vertrags nebst Änderungsvereinbarungen über attraktive Einkaufskonditionen verfügt.

5.1.2.3. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis (EBIT) der Gesellschaft führen, analysiert.

EBIT

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)		Planung				CAGR	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	499	567	699	823	953	1.045	1.125	14,7%
Rohhertrag	255	258	326	391	436	477	516	14,9%
<i>Marge (in %)</i>	51,1%	45,5%	46,6%	47,5%	45,7%	45,6%	45,9%	
Personalaufwand	38	49	52	56	59	61	62	5,2%
<i>Personalaufwandsquote (in %)</i>	7,6%	8,6%	7,5%	6,8%	6,2%	5,8%	5,6%	
Sonstige betriebliche Erträge	15	14	6	6	7	8	9	-7,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	116	101	109	109	109	113	117	3,1%
<i>sbA-Quote (in %)</i>	23,3%	17,7%	15,5%	13,2%	11,4%	10,8%	10,4%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	2	2	-	-	-	-	-	
EBITDA (vor Anpassung)	118	125	171	232	275	311	346	22,7%
Bewertungstechnische Anpassung	n.a.	n.a.	2	3	3	2	2	
EBITDA (nach Anpassung)	118	125	174	235	278	313	348	22,8%
<i>Marge (in %)</i>	23,7%	22,0%	24,8%	28,5%	29,2%	29,9%	31,0%	
Abschreibungen	36	61	49	33	31	27	23	
EBIT (nach Anpassung)	82	63	125	201	247	286	325	38,8%
<i>Marge (in %)</i>	16,5%	11,1%	17,9%	24,4%	25,9%	27,3%	28,9%	

Das EBITDA (nach Anpassung) steigt im Planungszeitraum von EUR 125 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 346 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einem Anstieg der EBITDA-Marge von 22,0% im Jahr 2016 auf 31,0% im Jahr 2021. Der Anstieg ist auf eine Abnahme der Personalaufwandsquote und der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Die Personalaufwandsquote sinkt von 8,6% im Jahr 2017 auf 5,6% im Jahr 2021. Diese Planungsannahme begründet Drillisch vor allem mit der zunehmenden Bedeutung der Online-Vertriebskanäle mit einfachen und transparenten Flatrate-Tarifen, bei denen die Aufträge und übrigen Kundenprozesse weitestgehend automatisiert abgewickelt werden und insofern nur einen geringen Personaleinsatz erfordern. Zudem nimmt der Anteil des Warengeschäfts, welches mit einem verhältnismäßig hohen Verwaltungsaufwand und Personaleinsatz verbunden ist, im Planungszeitraum im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen ab.

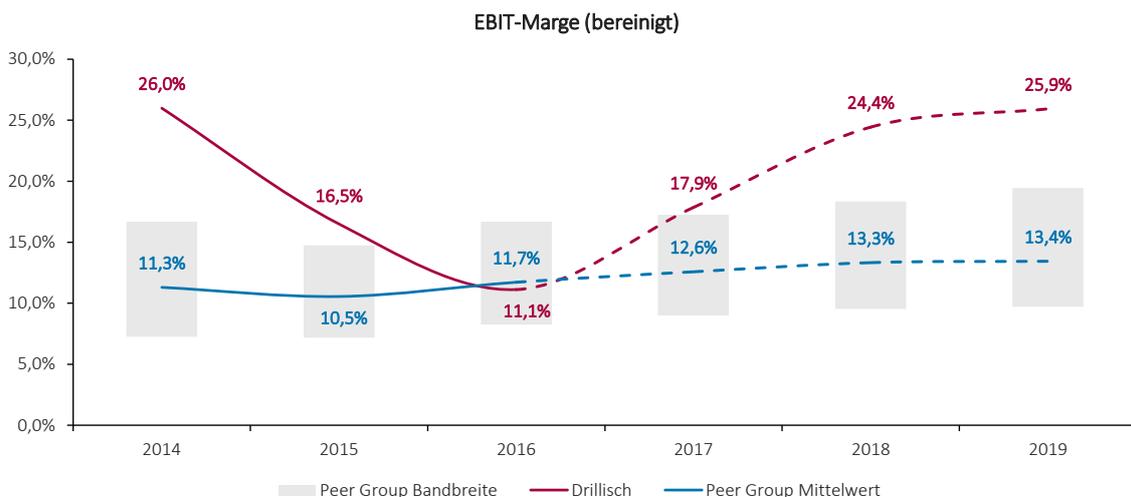
Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen von EUR 101 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 117 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer Abnahme der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 17,7% im Jahr 2017 auf 10,4% im Jahr 2021. Dabei bleiben die wesentlichen Posten Mietaufwand i.H.v. EUR 15 Mio., Werbeaufwand i.H.v. EUR 32 Mio., Rechts- und Beratungskosten i.H.v. EUR 11 Mio., Reisekosten i.H.v. EUR 1 Mio., Nebenkosten des Geldverkehrs i.H.v. EUR 4 Mio. und Kosten der Kundenabrechnung i.H.v. EUR 2 Mio. im Planungszeitraum nahezu konstant. Dagegen steigen die Wertberichtigungen auf Forderungen von EUR 16 Mio. im Jahr 2016 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 13,0% p.a. auf EUR 30 Mio. im Jahr 2021. Dieser Anstieg ist weitestgehend auf die steigenden Umsatzerlöse und Forderungsbestände zurückzuführen.

Aktivierte Eigenleistungen betreffen die Zuführungen von selbst erstellten Lizenzen und Nutzungsrechte sowie Software. Diese werden seitens Drillisch i.H.v. EUR 2 bis 3 Mio. p.a. in der Planung des

Anlagevermögens geplant. Im Detailplanungszeitraum stellt die Berücksichtigung der Aktivierten Eigenleistungen in der Gewinn- und Verlustrechnung eine bewertungstechnische Anpassung dar, die sicherstellt, dass die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung vollständig integriert erfolgt und eine Vergleichbarkeit zu historischen Werten gegeben ist.

Die geplanten Abschreibungen entfallen zu einem wesentlichen Teil auf die Abschreibung des im Jahr 2015 für EUR 150 Mio. erworbenen Nutzungsrechtes aus dem MBA MVNO-Vertrag, welches über eine Nutzungsdauer von insgesamt 15 Jahren abgeschrieben wird. Zudem werden Kundenbeziehungen, die im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation aktiviert wurden, bis zum Jahr 2020 vollständig abgeschrieben. Darüber hinaus fallen Abschreibungen für die Betriebs- und Geschäftsausstattung und für selbst erstellte Software an, die im Planungszeitraum nahezu konstant bleiben. Insgesamt betragen die Abschreibungen EUR 61 Mio. im Jahr 2016 und gehen bis zum Jahr 2021 auf EUR 23 Mio. zurück.

Das EBIT (nach Anpassung) beträgt im Jahr 2016 EUR 63 Mio. und steigt auf EUR 325 Mio. im Jahr 2021. Der Anstieg des EBIT (nach Anpassung) resultiert aus der gestiegenen Rohertragsmarge, der Verbesserung der Personalaufwandsquote und der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und der Reduzierung der Abschreibungen. Dies entspricht einem Anstieg der EBIT-Marge von 11,1% im Jahr 2016 auf 28,9% im Jahr 2021.



Drillisch erwartet im Planungszeitraum EBIT-Margen, die deutlich über dem für die Peer Group-Unternehmen prognostizierten Niveau liegen. Während die Analysten für die Peer Group-Unternehmen im Durchschnitt eine EBIT-Marge von 12,6% bis 13,4% für den Zeitraum 2017 bis 2019 erwarten, plant Drillisch einen Anstieg der EBIT-Marge auf bis zu 25,9%. Bereits im Jahr 2014 lag die EBIT-Marge i.H.v. 26,0% über dem Peer Group-Durchschnitt von 11,3%. Die Abnahme der EBIT-Marge in den Jahren 2015 und 2016 ist u.a. auf den Anstieg der Abschreibungen im Rahmen der Kaufpreisallokation zurückzuführen. Der Anstieg im Planungszeitraum resultiert aus dem Anstieg der Rohertragsmarge und der EBITDA-Marge aufgrund der Verbesserung der Personalaufwandsquote und der Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

5.1.2.4. Finanzergebnis

Das geplante Finanzergebnis setzt sich aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten und Zinserträgen aus der Verzinsung der operativ notwendigen liquiden Mittel zusammen.

Das negative Finanzergebnis in den Jahren 2017 und 2018 resultiert aus der Aufnahme von Kontokorrent-Krediten i.H.v. EUR 50 Mio. bei der Commerzbank und BHF-Bank, welche zum 31. Dezember 2018 gemäß der Bilanzplanung von Drillisch getilgt werden. Zudem resultiert aus der Abbildung der Dividendenzahlungen und des Barausgleichs für die Gläubiger der Wandelanleihe im Rahmen der vorgenommenen Bereinigungen zusätzlich ein Kontokorrentkredit i.H.v. EUR 40 Mio., der jedoch im Jahr 2017 bereits vollständig getilgt wird.

5.1.2.5. Jahresüberschuss

Die Ertragsteuern von Drillisch setzen sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag der jeweiligen Tochtergesellschaften zusammen. Drillisch hat eine detaillierte Planung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag erstellt und hierbei insbesondere bei der TPH-Gruppe bestehende steuerliche Verlustvorträge berücksichtigt. Da keine Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit der TPH-Gruppe bestehen, sind steuerliche Verlustvorträge der TPH-Gruppe nicht auf Ebene des Drillisch-Konzerns nutzbar. Sofern die dieser Bewertung zugrundeliegenden Maßnahmen erfolgreich durchgeführt werden, ist davon auszugehen, dass steuerrechtlich ein schädlicher Beteiligungserwerb vorliegt und die steuerlichen Verlustvorträge der TPH-Gruppe nach Umsetzung der Maßnahmen entfallen.

Die geplanten Steuern vom Einkommen und vom Ertrag steigen von EUR 29 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 101 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht im Zeitraum vom Jahr 2017 bis zum Jahr 2021 einer effektiven Steuerrate von 28,4% bis 31,2%. Im Jahr 2016 war die effektive Steuerrate i.H.v. 52,4% aufgrund der Neubewertung latenter Steuern einmalig überhöht.

Der Jahresüberschuss steigt von EUR 26 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 224 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einem Wachstum der Marge vor Bereinigungen von 3,7% im Jahr 2016 auf 19,9% im Jahr 2021. Der Anstieg ist auf die Einstellung des Vermittlungsgeschäftes der TPH-Gruppe im Jahr 2017, das Wachstum der Umsatzerlöse im O2 Wholesale / Postpaid Geschäft aufgrund des im Wettbewerb attraktiven Preis-/Leistungsverhältnisses sowie die im MBA MVNO-Vertrag und den Änderungsvereinbarungen festgelegten Einkaufskonditionen zurückzuführen. Zudem wirken der zunehmende Online-Vertrieb und der hohe Automatisierungsgrad positiv auf die Aufwandsquoten für Personal und sonstige betriebliche Aufwendungen. Darüber hinaus nehmen die Abschreibungen, insbesondere für immaterielle Vermögenswerte, die im Rahmen der Kaufpreisallokation offengelegt wurden, im Planungsverlauf deutlich ab.

5.1.2.6. Bilanzplanung

Im Rahmen der Bewertungstätigkeit wurden die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen von Drillisch für die Jahre 2017 bis 2021 nachvollzogen und im Folgenden analysiert:

Bilanz

Aktiva	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
in EUR Mio.									
Firmenwerte	67	107	99	99	99	99	99	99	
Handelsmarken	7	48	48	48	48	48	48	48	
Kundenbeziehungen	-	57	37	18	12	6	0	0	
Selbst erstellte Software	3	4	4	6	8	9	10	10	
Zugekaufte Lizenzen und Nutzungsrechte	21	162	167	144	125	113	108	101	
Immaterielle Vermögenswerte	99	378	354	315	291	274	264	257	-6,2%
Mietereinbauten	0	3	4	2	1	1	1	1	
Betriebs- und Geschäftsausstattung	3	8	7	6	6	7	8	8	
Sachanlagen	3	11	11	9	7	8	9	9	-2,7%
Finanzanlagen	0	0	1	1	1	1	1	1	
Anlagevermögen	101	390	365	324	299	283	273	267	-6,1%
Handelswaren (netto)	3	30	7	6	6	6	6	6	
Geleistete Anzahlungen	2	2	3	3	3	3	3	3	
Vorräte	5	32	10	9	9	9	9	9	-1,8%
Ford. aus Liefer. und Leist. (netto)	48	89	93	98	104	110	113	116	4,6%
Liquide Mittel	317	123	20	21	35	29	31	71	28,7%
Sonstiges Umlaufvermögen	4	55	18	16	11	17	18	16	-2,3%
Umlaufvermögen	374	299	140	144	160	165	172	211	8,5%
Summe Aktiva	476	689	505	468	458	448	444	479	-1,1%

Anlagevermögen

Die Bilanzsumme nimmt im Detailplanungszeitraum von EUR 505 Mio. im Jahr 2016 um durchschnittlich 1,1% jährlich auf EUR 479 Mio. im Jahr 2021 ab. Während das Anlagevermögen von EUR 365 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 267 Mio. im Jahr 2021 zurück geht, steigt das Umlaufvermögen von EUR 140 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 211 Mio. im Jahr 2021.

Den größten Posten des Anlagevermögens stellen die immateriellen Vermögenswerte und hier insbesondere die zugekauften Lizenzen und Nutzungsrechte dar. Insgesamt entwickeln sich die immateriellen Vermögenswerte im Planungszeitraum von EUR 354 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 257 Mio. im Jahr 2021. Damit nimmt dieser Posten durchschnittlich um 6,2% jährlich ab.

Der Bilanzposten zugekaufte Lizenzen und Nutzungsrechte betrifft im Wesentlichen das aus dem MBA MVNO-Vertrag mit Telefónica entstandene Nutzungsrecht und das Nutzungsrecht der Telefónica-Marken. Zugekaufte Lizenzen und Nutzungsrechte nehmen von EUR 167 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 101 Mio. im Jahr 2021 ab. Die Abnahme ergibt sich vor allem aus der Abschreibung des Nutzungsrechtes des Telefónica-Netzes, welches im Jahr 2015 für EUR 150 Mio. erworben wurde

und über eine Nutzungsdauer von 15 Jahren bis zum Jahr 2029 abgeschrieben wird. Zum 31. Dezember 2016 beträgt die zu erwartende Restnutzungsdauer 13,5 Jahre. Zudem werden die erworbenen Nutzungsrechte der Telefónica-Marken abgeschrieben. Investitionen plant Drillisch für sonstige Nutzungsrechte i.H.v. EUR 2 Mio. in den Jahren 2017 und 2018. Anschließend steigen diese auf EUR 4 Mio. im Jahr 2019 und auf EUR 7 Mio. in den Jahren 2020 und 2021. Grund für den Anstieg sind Anfangsinvestitionen für die Umstellung auf das Full-MVNO-Modell.

Zudem bilanziert Drillisch im Jahr 2016 Firmenwerte i.H.v. EUR 99 Mio. für die Drillisch Online AG, yourfone AG und TPH-Gruppe. Diese bleiben im Detailplanungszeitraum konstant, da einerseits keine weiteren Zukäufe geplant sind und regelmäßige Abschreibungen auf Firmenwerte im Rahmen des „Impairment only“-Ansatzes nach IFRS nicht vorgenommen werden.

Der Bilanzposten Handelsmarken wird ebenfalls konstant i.H.v. EUR 48 Mio. im gesamten Planungszeitraum geplant. Sie betreffen die Handelsmarken Telco, eteleon und yourfone, welche über keine bestimmte Nutzungsdauer verfügen.

Daneben stellen die im Rahmen der Kaufpreisallokation im Jahr 2015 identifizierten Kundenbeziehungen einen weiteren Posten der immateriellen Vermögenswerte dar. Diese werden im Planungszeitraum über eine Restnutzungsdauer von 1 bis 4 Jahren abgeschrieben. Entsprechend werden die Kundenbeziehungen mit einem Buchwert von EUR 37 Mio. im Jahr 2016 in der Planung bis zum Jahr 2020 vollständig abgeschrieben.

Den geringsten Bilanzposten unter den immateriellen Vermögenswerten stellt selbsterstellte Software dar. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um von der IQ-optimize AG selbstentwickelte Software. Dieser beträgt im Jahr 2016 EUR 4 Mio. und steigt auf EUR 10 Mio. im Jahr 2021 an. Zugänge auf selbst erstellte Software werden in der Gewinn- und Verlustrechnung als aktivierte Eigenleistungen ausgewiesen. Zudem sind mit der Entwicklung der Software verbundene Kosten im Personalaufwand und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zahlungswirksam erfasst. Entsprechend werden die Investitionen von Drillisch exklusive aktivierter Eigenleistungen ausgewiesen. Der Anstieg der selbst erstellten Software ist ebenfalls auf den Aufbau des Full-MVNO-Modells zurückzuführen.

Die Sachanlagen setzen sich aus Mietereinbauten und der Betriebs- und Geschäftsausstattung zusammen. Die Sachanlagen sinken von insgesamt EUR 11 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 9 Mio. im Jahr 2021.

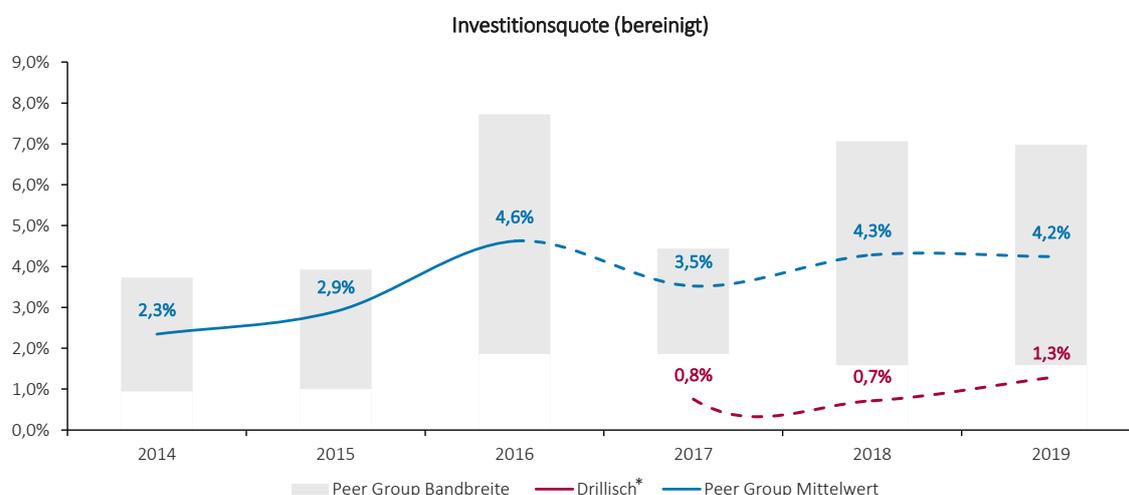
Auf Mietereinbauten entfiel im Jahr 2016 ein Saldo von EUR 4 Mio., welcher in der Planung aufgrund von Abgängen in den Jahren 2017 und 2018 i.H.v. jeweils rd. EUR 2 Mio. auf EUR 1 Mio. im Jahr 2021 zurückgeht. Die Abschreibungsdauer für Mietereinbauten beträgt 2 bis 5 Jahre.

Die Betriebs- und Geschäftsausstattung betrug EUR 7 Mio. im Jahr 2016. Hier plant Drillisch einen leichten Anstieg, so dass der Buchwert im Jahr 2021 EUR 8 Mio. beträgt. Der Bestand wird anhand der Abschreibungsdauer von 2 bis 19 Jahren fortgeplant. Die Investitionen in die Betriebs- und Geschäftsausstattung betragen im Jahr 2017 EUR 5 Mio. und steigen auf EUR 9 Mio. im Jahr 2021.

Diese Entwicklung ist auf die Ausweitung des Geschäftsbetriebes, die Erhöhung der Full-time Equivalents und die Umstellung auf das Full-MVNO-Modell zurückzuführen.

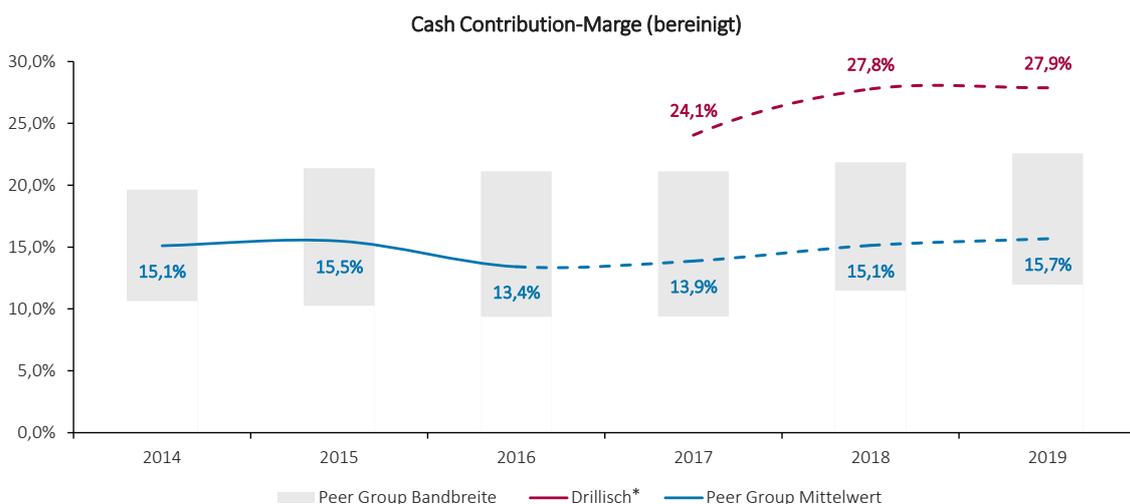
Neben Sachanlagen bestehen in einem sehr geringen Umfang auch Finanzanlagen i.H.v. EUR 1 Mio. im Jahr 2016. Drillisch plant diesen Posten konstant in der Planung.

Im Rahmen der nachfolgenden Analyse der Investitionstätigkeit wird das Verhältnis von Brutto-Investitionen in das Anlagevermögen (CAPEX) zu den Umsatzerlösen (im Folgenden „Investitionsquote“) betrachtet. Die Investitionen von Drillisch betragen im Jahr 2017 insgesamt EUR 5 Mio. und steigen in der Planung auf EUR 15 Mio. im Jahr 2021 an. Dies entspricht einer Zunahme der Investitionsquote von 0,8% im Jahr 2017 auf 1,4% im Jahr 2021. Zur Plausibilisierung des Brutto-Investitionsvolumens wird die Investitionsquote betrachtet und mit der Peer Group verglichen:



* Die Investitionsquote von Drillisch ist historisch für die Jahre 2014 bis 2016 aufgrund von M&A Aktivität nicht aussagekräftig.

Die Investitionsquote von Drillisch sinkt von 0,8% im Jahr 2017 zunächst leicht auf 0,7% im Jahr 2018 und steigt anschließend auf 1,3% im Jahr 2019. Die historischen Werte der Jahre 2015 bis 2016 sind aufgrund der M&A Aktivitäten, des Abschlusses des MBA MVNO-Vertrages mit Telefónica und des Erwerbs des Nutzungsrechts der Telefónica-Marken nicht aussagekräftig. Die Peer Group wies im Durchschnitt im Jahr 2014 eine Investitionsquote von 2,3% auf, welche bis auf 4,6% im Jahr 2016 wuchs. In den Jahren 2017 bis 2019 liegt die Investitionsquote laut Analystenschätzungen zwischen 3,5% und 4,3%. Insgesamt zeigt die Benchmarking-Analyse, dass die geplanten Investitionsquoten von Drillisch unter den Investitionsquoten der Peer Group liegen. Grund hierfür sind zum einen unterschiedliche Bilanzierungsmethoden (sog. CAPEX-OPEX-Shift) sowie der aktuell höhere Investitionsbedarf in eigene Infrastruktur bei United Internet und TalkTalk. Dagegen liegen die Investitionsquoten von Freenet i.H.v. 0,9% bis 1,9% im Zeitraum von 2014 bis 2019 nahe an den geplanten Investitionsquoten von Drillisch. Zudem hat Drillisch bereits im Jahr 2015 im Voraus einen einmaligen CAPEX-Beitrag i.H.v. EUR 150 Mio. an die Telefónica geleistet, so dass die Investitionen in den Folgejahren geringer ausfallen.



* Die Cash Contribution-Marge von Drillisch ist historisch für die Jahre 2014 bis 2016 aufgrund von M&A Aktivität nicht aussagekräftig.

Zusätzlich zur Investitionsquote wurde die Cash Contribution-Marge als EBITDA-Marge abzüglich der Investitionsquote analysiert. Eine Betrachtung der Cash Contribution-Marge bietet sich an, um Geschäftsmodelle mit unterschiedlichen Anlagenintensitäten vergleichbar betrachten zu können. Die Cash Contribution-Marge von Drillisch steigt von einem bereits hohen Niveau von 24,1% im Jahr 2017 auf 27,8% im Jahr 2018 und schließlich auf 27,9% im Jahr 2019. Die Cash Contribution-Marge der Peer Group-Unternehmen entwickelt sich von 15,5% im Jahr 2015 zunächst rückläufig auf 13,4% im Jahr 2016 und anschließend wieder ansteigend bis auf 15,7% im Jahr 2019. Die Cash Contribution-Marge von Drillisch liegt damit insgesamt über der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Grund hierfür ist die im Prognosezeitraum höhere EBITDA-Marge von Drillisch im Vergleich zur Peer Group in Verbindung mit der insgesamt niedrigeren Investitionsquote. Die Analyse der Cash Contribution-Marge verdeutlicht, dass Drillisch aufgrund der Konditionen des MBA MVNO-Vertrages, des im Online-Segment hohen Automatisierungsgrades sowie der geringen Anlagenintensität im Detailplanungszeitraum insgesamt in der Lage ist hohe Margen bei niedrigen Investitionen zu realisieren.

Im Ergebnis der Analyse werden die Brutto-Investitionen von Drillisch im Detailplanungszeitraum 2016 bis 2021 für Zwecke der Unternehmensbewertung in der Detailplanungsphase unverändert übernommen.

Umlaufvermögen

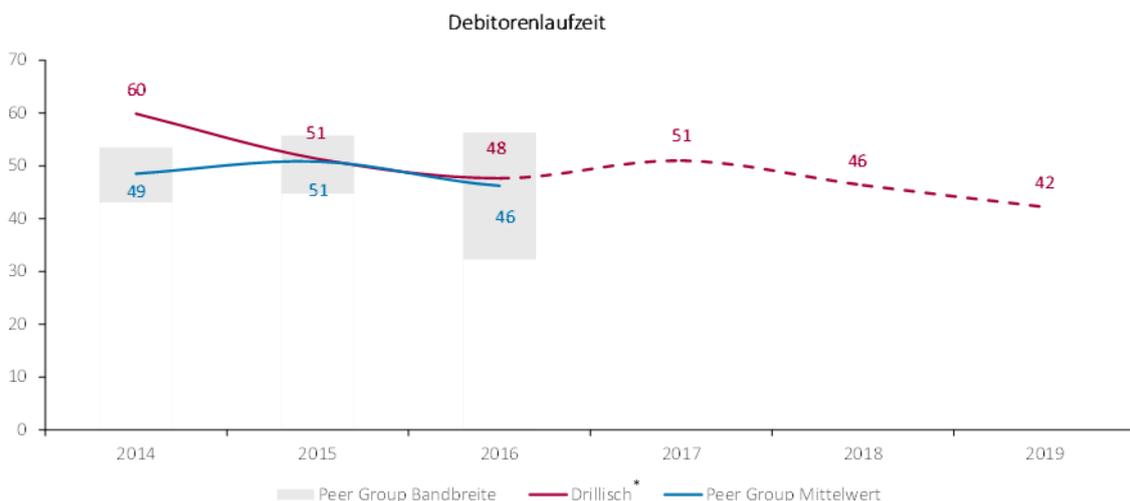
Der Rückgang des Anlagevermögens von 2016 bis 2021 wird durch den Anstieg des Umlaufvermögens von EUR 140 Mio. im Jahr 2011 auf EUR 211 Mio. im Jahr 2021 teilweise kompensiert. Dieser Anstieg entspricht einem Wachstum des Umlaufvermögens von durchschnittlich 8,5% jährlich.

Das Wachstum des Umlaufvermögens ist u.a. auf den Anstieg der liquiden Mittel von EUR 20 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 71 Mio. im Jahr 2021 zurückzuführen. Dabei wurde die Zahlung der Dividende i.H.v. EUR 99 Mio. für das Geschäftsjahr 2016 und die Zahlung des Barausgleichs an die Gläubiger der Wandelanleihe bereits als Bereinigung des Kassenbestandes im Jahr 2016 erfasst. Ausgehend

von einem operativen Mindestkassenbestand von EUR 20 Mio. im Jahr 2016 wurde im Planungszeitraum einen operativen Mindestkassenbestand i.H.v. 3% der Umsatzerlöse angenommen. Dieses Niveau entspricht dem durchschnittlichen Bestand der liquiden Mitteln der Peer Group-Unternehmen. Liquide Mittel, die über den operativen Mindestkassenbestand hinaus gehen, werden annahmegemäß vollständig ausgeschüttet.

Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhen sich von EUR 93 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 116 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 4,6%. Im Jahr 2016 entspricht dies einer Debitorenlaufzeit von 48 Tagen, welche zunächst auf 51 Tage im Jahr 2017 ansteigt. Bis zum Jahr 2021 sinkt die Debitorenlaufzeit auf 38 Tage. Diese Debitorenlaufzeit scheint aufgrund der internen Abläufe zum Debitorenmanagement plausibel. Die Ausstellung der Rechnungen erfolgt jeweils unmittelbar nach Abschluss des Kalendermonats. Der Einzug der Forderungen findet nach Auskunft der Drillsch ca. 7- 10 Tage nach Zustellung der Rechnungen statt. Rücklastschriften treten bei ca. 1-2% der Rechnungen auf, so dass bis zur Eintreibung der Forderungen i.d.R. nicht mehr als 30 bis 45 Tage vergehen. Die in der Bilanzplanung ausgewiesenen Forderungen stellen bereits Netto-Forderungen, d.h. unter Abzug des Bestandes der Wertberichtigungen, dar. Im Jahr 2016 betragen die Wertberichtigungen EUR 11 Mio., was einem Anteil von 10,9% der Brutto-Forderungen entspricht. Drillsch plant in der Detailplanungsphase für die Jahre von 2017 bis 2021 jeweils einen Bestand der Wertberichtigungen i.H.v. EUR 15 Mio. ein. Dies entspricht einem durchschnittlichen Bestand der Wertberichtigungen i.H.v. ca. 12% des Forderungsbestands.

Zur Plausibilisierung der Entwicklung des Forderungsbestands wird dieser einem Benchmarking mit der Peer Group unterzogen:



* Die Debitorenlaufzeit von Drillisch ist für die Jahre 2015 und 2016 unbereinigt.

Die Debitorenlaufzeit der Peer Group lag in den Jahren von 2014 bis 2016 im Durchschnitt zwischen 46 Tagen und 51 Tagen. Bei Drillisch zeigt die Debitorenlaufzeit einen sinkenden Verlauf ausgehend von 60 Tagen im Jahr 2014 auf 48 Tage im Jahr 2016 und schließlich bis auf 42 Tage im Jahr 2019.

Die geplanten Debitorenlaufzeiten liegen in der Bandbreite der historischen Werte der Peer Group-Unternehmen und somit in einem plausiblen Bereich.

Des Weiteren setzt sich das Umlaufvermögen aus Vorräten zusammen. Diese bestehen wiederum aus Handelswaren und geleisteten Anzahlungen. Insgesamt plant Drillisch, dass sich die Vorräte von EUR 10 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 9 Mio. im Jahr 2021 verringern und somit durchschnittlich um 1,8% p.a. abnehmen.

Ein weiterer Posten des Umlaufvermögens ist das sonstige Umlaufvermögen, das sich aus Steuererstattungsansprüchen, aktiven latenten Steuern und sonstigen kurzfristigen Vermögenswerten zusammensetzt. Im Jahr 2016 beträgt das sonstige Umlaufvermögen insgesamt EUR 18 Mio. und wird von Drillisch mit einer leichten Abnahme im Detailplanungszeitraum auf EUR 16 Mio. im Jahr 2021 geplant. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. -2,3%. Das sonstige Umlaufvermögen wurde bereinigt, indem das Vermögen der Veräußerungsgruppe, das im Jahr 2016 i.H.v. EUR 17 Mio. bilanziert wurde, eliminiert wurde, da es sich hierbei um kurzfristige Vermögenswerte der The Phone House Telecom Vertrieb GmbH handelt, welche im Januar 2017 veräußert wurden.

Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet:

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Eigenkapital	331	353	265	269	265	291	265	265	-
Kurzfristige Rückstellungen	0	12	11	12	11	11	11	11	
Passive latente Steuern	3	31	28	22	20	18	16	16	
Rückstellungen	3	43	39	34	31	29	27	27	-7,0%
Schuldverschreibungen	89	91	-	-	-	-	-	-	
Leasingverbindlichkeiten	2	1	2	1	0	-	-	-	
Verb. gegenüber Kreditinstituten	-	-	50	50	50	0	0	0	
Kontokorrentkredit	-	-	40	-	-	-	-	-	
Pensionsrückstellungen	2	1	2	2	2	2	2	2	
Verzinsliche Verbindlichkeiten	92	94	93	53	52	2	2	2	-51,8%
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	22	81	45	74	71	80	95	120	21,7%
Steuerverbindlichkeiten	7	5	11	18	20	26	35	44	
Erhaltene Anzahlungen	6	5	4	4	3	3	2	1	
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	-	75	6	0	0	-	-	-	
Sonstige Verbindlichkeiten	14	32	42	16	17	18	18	19	
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	49	198	109	112	111	126	150	184	11,2%
Summe Passiva	476	689	505	468	458	448	444	479	-1,1%

Eigenkapital und Rückstellungen

Das Eigenkapital beträgt im Jahr 2016 EUR 265 Mio. Insgesamt entwickelt sich das Eigenkapital im Planungszeitraum bis zum Jahr 2021 konstant. Dabei werden in den Jahren 2017 und 2019 wachstumsbedingte Thesaurierungen unter Berücksichtigung des operativen Mindestkassenbestandes

vorgenommen. Die Planung des Eigenkapitals erfolgt unter Berücksichtigung des Jahresüberschusses und der geplanten Dividendenausschüttungen der jeweiligen Perioden gemäß der Vollausschüttungsannahme.

Der Bilanzposten Rückstellungen besteht aus kurzfristigen Rückstellungen und passiven latenten Steuern. Die kurzfristigen Rückstellungen bestehen im Jahr 2016 i.H.v. EUR 11 Mio. und werden nahezu konstant fortgeplant. Darin enthalten sind Provisionen, Rückbaumaßnahmen und Prozessrisiken. Passive latente Steuern beliefen sich im Jahr 2016 auf EUR 28 Mio. und sinken auf EUR 16 Mio. im Jahr 2021.

Verbindlichkeiten

Verbindlichkeiten setzen sich aus verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten zusammen. Insgesamt ist eine Abnahme der Verbindlichkeiten geplant. Die verzinslichen Verbindlichkeiten nehmen im Planungszeitraum von EUR 93 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 2 Mio. im Jahr 2021 ab.

Maßgeblich für die beschriebene Abnahme ist die Tilgung der Kontokorrentkredite und der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, welche im Jahr 2016 EUR 50 Mio. betragen, werden im Jahr 2019 vollständig getilgt. Hierbei handelt es sich um eine revolvingende Kreditvereinbarung mit der Commerzbank und der BHF-Bank über insgesamt EUR 100 Mio., welche im Jahr 2016 mit EUR 50 Mio. in Anspruch genommen wurde. Die Kreditvereinbarung hat eine Laufzeit bis zum 19. Dezember 2019. Der relevante Zinssatz setzt sich aus dem für die jeweilige Zinsperiode geltenden EURIBOR und einer im Kreditvertrag festgelegten Marge von 0,85%, bei Einhaltung der Covenants, zusammen. Drillisch plant, die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten im Jahr 2019 zu tilgen. Daneben bestehen Leasingverbindlichkeiten im Jahr 2016 i.H.v. EUR 2 Mio., welche in der Detailplanungsphase bis zum Jahr 2019 vollständig abgebaut werden.

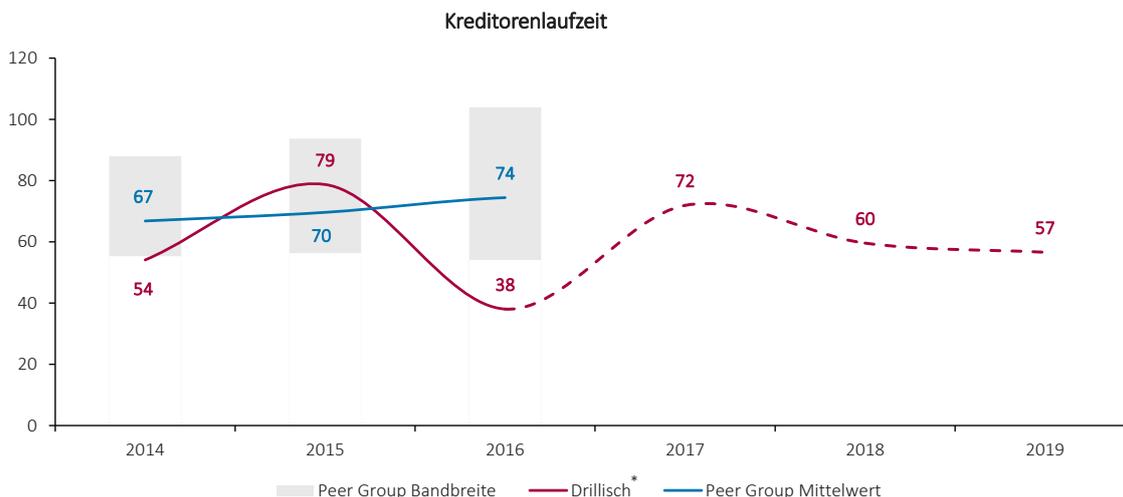
Zusätzlich enthalten die verzinslichen Verbindlichkeiten einen Kontokorrentkredit i.H.v. EUR 40 Mio. für das Geschäftsjahr 2016 aufgrund der Abbildung der Dividendenzahlung und der Barauszahlungen für Gläubiger der Wandelanleihe, die aufgrund des begrenzten genehmigten Kapitals ihre Anleihe nicht in Aktien wandeln können. Im Jahr 2017 wird dieser aufgrund ausreichender liquider Mittel annahmegemäß getilgt.

Des Weiteren bestehen im Jahr 2016 Pensionsrückstellungen i.H.v. EUR 2 Mio. konstant fort. Diese stellen Finanzverbindlichkeiten dar.

Die unverzinslichen Verbindlichkeiten nehmen von EUR 109 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 184 Mio. im Jahr 2021 zu. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 11,2%. Ursächlich für den Anstieg sind die aufgrund der Ausweitung des Geschäfts steigenden Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Diese steigen von EUR 45 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 120 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer Kreditorenlaufzeit von 38 Tagen im Jahr 2016, welche bis zum Jahr 2019 auf 57 Tage und anschließend bis Jahr 2021 auf 72 Tage ansteigt. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen bestehen im Wesentlichen gegenüber den Netzbetreibern. Nach Auskunft von Drillisch erfolgt hier die Rechnungsstellung für bezogene Leistungen jeweils am 10. oder 11.

Tag im Monat. Ab Rechnungsstellung beträgt das Zahlungsziel unter Netzbetreibern ca. 60 Tage, so dass eine Kreditorenlaufzeit von 72 Tagen plausibel erscheint.

Analog zum Forderungsbestand wurde zur Plausibilisierung der Entwicklung der unverzinslichen Verbindlichkeiten, als passivem Bestandteil des Working Capital, eine Vergangenheitsanalyse und ein Benchmarking mit der Peer Group durchgeführt:



* Die Kreditorenlaufzeit von Drillisch ist für die Jahre 2015 und 2016 unbereinigt.

Die Kreditorenlaufzeit der Peer Group lag in den Jahren von 2014 bis 2016 zwischen 67 Tagen und 74 Tagen. Bei Drillisch zeigt die Kreditorenlaufzeit einen zyklischen Verlauf ausgehend von 54 Tagen im Jahr 2014 stieg diese zunächst auf 79 Tage im Jahr 2015 und fiel auf 38 Tage im Jahr 2016. Dies ist maßgeblich durch die kürzeren Kreditorenlaufzeiten für Provisionszahlungen beeinflusst. Danach steigt die Kreditorenlaufzeit in der Detailplanungsphase wieder an und erreicht im Jahr 2019 57 Tage. Die geplanten Kreditorenlaufzeiten, auch über das Jahr 2019 hinaus, liegen in der Bandbreite der historischen Werte der Peer Group-Unternehmen und sind daher plausibel.

Steuerverbindlichkeiten als weiterer Posten der unverzinslichen Verbindlichkeiten nehmen von EUR 11 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 44 Mio. im Jahr 2021 zu. Dies ist auf einen Anstieg der Körperschafts- und Gewerbesteuerrückstellung im Zusammenhang mit der Ausweitung des Geschäfts und dem entsprechend steigenden Ergebnis vor Steuern zurückzuführen.

Erhaltene Anzahlungen nehmen von EUR 4 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 1 Mio. im Jahr 2021 ab. Dieser Bilanzposten resultiert in der Planung aus erhaltenen Anzahlungen im Zusammenhang mit aufgeladenen Guthaben von Prepaid-Teilnehmern, die am Bilanzstichtag ihr Guthaben noch nicht abtelefoniert haben. Aufgrund der in der Planung berücksichtigten Abnahme der Prepaid-Teilnehmer nimmt auch der Bilanzposten der erhaltenen Anzahlungen ab.

Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten betragen EUR 6 Mio. im Jahr 2016. Diese beinhalteten eine bedingte Kaufpreisverbindlichkeit i.H.v. EUR 6 Mio., welche zum 31. Dezember 2016 eine Fälligkeit von 1 bis 3 Monaten hatte. Deshalb reduzieren sich die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten auf nahe Null im Jahr 2017.

Außerdem bestehen sonstige Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 42 Mio. im Jahr 2016, welche bis zum Jahr 2021 auf EUR 19 Mio. abnehmen. Im Jahr 2016 enthielt dieser Posten v.a. kurzfristige Verbindlichkeiten aus Nutzungsrechten i.H.v. EUR 25 Mio. und Verbindlichkeiten aus Lohn und Gehalt i.H.v. EUR 12 Mio. Die Planung dieses Bilanzpostens basiert im Wesentlichen auf der Entwicklung der Verbindlichkeiten aus Lohn und Gehalt. Diese nehmen im Planungszeitraum aufgrund der Zunahme der Anzahl der Full-time Equivalents von EUR 8 Mio. im Jahr 2017 auf EUR 10 Mio. im Jahr 2021 zu.

5.1.2.7. Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

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. Das Wachstum des Kundebestandes und der Umsatzerlöse erscheint aufgrund der Positionierung von Drillisch als Preis-/Leistungsführer in einem Marktsegment, das insbesondere preissensible Kunden anspricht, insgesamt als plausibel, wenn gleich das geplante Kundenwachstum aufgrund des starken Wettbewerbs im Mobilfunkmarkt ambitioniert erscheint. Das attraktive Preis-/Leistungsangebot von Drillisch wird insbesondere durch die im MBA MVNO-Vertrag langfristig gesicherten Einkaufskonditionen ermöglicht. Skaleneffekte entstehen zudem durch die Umstellung auf das Full-MVNO-Modell. Trotz der im gesamten Planungszeitraum bestehenden Leerkapazitäten plant Drillisch im Planungszeitraum Rotertragsmargen am oberen Ende der Margen der Peer Group-Unternehmen zu realisieren. Der hierbei angenommene Datenverbrauch steht im Einklang mit den Studien zur zukünftigen Entwicklung des Datenverbrauchs in Deutschland. In Verbindung mit dem hohen Automatisierungsgrad und der standardisierten Vertragsverwaltung plant Drillisch die Quoten des Personalaufwandes und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen insgesamt zu senken. Hierdurch plant Drillisch EBITDA-Margen über den Margen der Peer Group-Unternehmen zu realisieren. Das EBIT steigt im Planungsverlauf aufgrund der Abnahme der Abschreibungen von immateriellen Vermögenswerten, die insbesondere durch Kaufpreisallokationen im Jahr 2015 bilanziert wurden und im Planungszeitraum vollständig abgeschrieben werden.

Aufseiten der Bilanzplanung sind die Annahmen zu Debitoren- und Kreditorenlaufzeiten mit den entsprechenden Laufzeiten der Peer Group-Unternehmen und den internen Prozessen abstimmbare. Zudem wachsen Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen insgesamt mit dem steigenden Umsatzerlösen und Materialaufwendungen. Die geplanten Investitionsquoten sind im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen zwar niedrig, aber aufgrund von Unterschieden in den Geschäftsmodellen der Peer Group-Unternehmen und den hohen Investitionsbeiträgen im Jahr 2015 plausibel.

Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-/Mengengerüst, den Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen, den mit dem Management von Drillisch geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses wird die Auffassung vertreten, dass die Planungsrechnung insgesamt ambitioniert, aber plausibel, ist. Die Planungsrechnung wurde, mit Ausnahme des Finanzergebnisses und der Planung der liquiden Mittel, für die Stand Alone-Bewertung unangepasst übernommen.

5.2. Fortführungsphase

Bei der Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals anhand der DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst in der Regel 3-5 Jahre. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswertes von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Die Fortführungsphase beschreibt eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.¹⁰⁸ Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

Nachhaltige Wachstumsrate

Bei der Planungsrechnung von Drillisch handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.¹⁰⁹ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen. Die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate beträgt 0,5% p.a. und berücksichtigt sowohl inflationsbedingtes als auch reales Wachstum.¹¹⁰

Annahmen in der Fortführungsphase

Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in der Fortführungsphase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen. Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesent-

¹⁰⁸ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

¹⁰⁹ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Tz. A 390 f.

¹¹⁰ Zur Begründung des nachhaltigen Wachstumsrate von Drillisch vgl. Kapitel 5.4.2.

lichen Werttreibern mehr ergeben. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass langfristig alle Peer Group-Unternehmen auf ein durchschnittliches Marktniveau konvergieren.

Aufgrund des bis zum Jahr 2034 laufenden MBA MVNO-Vertrages (15 Jahre inklusive 4-jähriger Übergangsphase) befindet sich Drillisch zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2021 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, so dass im Rahmen der Fortführungsphase Anpassungen zur Ableitung der nachhaltigen Höhe der zu diskontierenden Cashflows vorzunehmen sind.

Drillisch plant im Zeitraum 2017 bis 2021 mit einem durchschnittlichen Wachstum der Umsatzerlöse i.H.v. 14,7% bei einer in etwa konstanten Rohertragsmarge i.H.v. rd. 45,5%. Die geplante EBIT-Marge steigt im selben Zeitraum von 11,1% bis auf 28,9% an, die Investitionsquote von ca. 1,0% auf ca. 1,4%. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung wurden die wesentlichen Werttreiber von Drillisch mit den Peer Group-Unternehmen verglichen. Hierbei wurde u.a. festgestellt, dass das Umsatzwachstum und die EBIT-Marge über dem durchschnittlichen Niveau der Analystenprognosen der Peer Group-Unternehmen liegen. Zudem ist die geplante Investitionsquote von Drillisch niedriger als die durchschnittlich erwartete Investitionsquote der Peer Group-Unternehmen. Dies ist im Wesentlichen auf den MBA MVNO-Vertrag zurückzuführen. Nach Auslauf des MBA MVNO-Vertrages ist davon auszugehen, dass die finanziellen Überschüsse von Drillisch noch nicht mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen. Entsprechend wurde angenommen, dass die wesentlichen Werttreiber langfristig auf ein durchschnittliches Marktniveau konvergieren. Diese Anpassungen werden barwertäquivalent im Jahr 2022, als dem Jahr der Fortführungsphase, vorgenommen.

In der Fortführungsphase wird in Bezug auf die Planung der Umsatzerlöse angenommen, dass sich das im Planungszeitraum geplante Kundenwachstum im Bereich Wholesale O2 / Postpaid verlangsamten wird und die Umsatzerlöse ab dem Jahr 2027 mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen. Grund hierfür ist, dass der MBA MVNO-Vertrag einerseits lediglich eine begrenzte Datenkapazität umfasst und andererseits der Marktanteil der MVNOs, die sich auf preissensible Kunden fokussieren, bei einem konstanten Gesamtmarktvolumen insgesamt nach oben begrenzt ist. Dabei wird vor dem Hintergrund der historisch sinkenden ARPU im Telekommunikationsmarkt unterstellt, dass diese mit der nachhaltigen Wachstumsrate i.H.v. 0,5% p.a. wachsen. Für die Umsatzerlöse Wholesale D2 / Postpaid wird angenommen, dass der Kundenbestand aufgrund der Einstellung der Vertriebsaktivitäten langfristig vollständig abschmilzt und hieraus keine Umsatzerlöse mehr zu erwarten sind. Auch hier wird von einem Wachstum der ARPU i.H.v. 0,5% p.a. ausgegangen. Während das Warengeschäft in Abhängigkeit des Gesamtkundenbestandes fortgeführt wird, wachsen die sonstigen Umsatzerlöse mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

Die Rohertragsmarge entspricht bis zum Auslauf des MBA MVNO-Vertrages im Jahr 2030 der Rohertragsmarge des letzten Planjahres 2021 i.H.v. 45,9% und liegt damit am oberen Ende der Bandbreite der Rohertragsmargen der Peer Group-Unternehmen. Hierin berücksichtigt sind einerseits die geringeren Leerkapazitäten aufgrund des steigenden Kundenbestandes und andererseits die Anpassungen des MBA MVNO-Vertrages. Die langfristig konstante Rohertragsmarge berücksichtigt die vertraglich fixierten Konditionen des MBA MVNO-Vertrages und die Preisanpassungsmechanismen im Falle unerwarteter Kapazitätsausweitungen des Telefónica-Netzes. Während der 4-jährigen Übergangsphase des MBA MVNO-Vertrages wird eine Abnahme der Rohertragsmarge auf das Peer

Group-Niveau angenommen. Im Durchschnitt beträgt die Rohertragsmarge in der Fortführungsphase 40,7% und liegt damit innerhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen.

Die Abschreibungen berücksichtigen in der Fortführungsphase einerseits den Entfall der Abschreibungen auf Nutzungsrechte des Telefónica-Netzes und andererseits die Abschreibungen auf selbst erstellte Software, die Betriebs- und Geschäftsausstattung und zugekaufte Lizenzen und Nutzungsrechte. Dabei wird die Investitionsquote i.H.v. 4,5% als durchschnittliches Niveau der Peer Group angenommen.

Die EBIT-Marge beträgt im Jahr der Fortführungsphase 18,9% und liegt damit oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Das Finanzergebnis wird unverändert auf Basis der in der Detailplanung angenommenen Konditionen fortentwickelt. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag werden mit einer durchschnittlichen effektiven Steuerquote von 31,0% fortentwickelt.

Bilanz

Das Anlagevermögen wird in der Fortführungsphase auf Basis der Buchwerte des letzten Planjahres 2021 und den geplanten Investitionen und Abschreibungen fortentwickelt. Die Investitionen betragen insgesamt 4,5% der Umsatzerlöse und entfallen auf die Bilanzposten zugekaufte Lizenzen und Betriebs- und Geschäftsausstattung. Die Zugänge der selbst erstellten Software stellen die aktivierten Eigenleistungen der Gewinn- und Verlustrechnung dar. Die Abschreibungen erfolgen auf Basis der vermögenswertspezifischen Nutzungsdauern von ca. 3 bis 5 Jahre. In der Fortführungsphase wächst das gesamte Anlagevermögen mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5%.

Die Planung der Vorräte erfolgt in der Fortführungsphase in Abhängigkeit der Umsatzerlöse. Hierbei wird für Handelswaren die Vorratsdauer von ca. 4 Tagen des letzten Planjahres 2021 fortgeführt. Geleistete Anzahlungen werden i.H.v. 0,2% der Umsatzerlöse entsprechend des letzten Planjahres 2021 angenommen. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen werden nachhaltig mit einer Debitorenlaufzeit von 45 Tagen geplant. Damit wird eine unveränderte Quote der Wertberichtigungen in Bezug auf die Umsatzerlöse angenommen.

Die Planung der liquiden Mittel basiert analog zum Detailplanungszeitraum auf einem operativen Mindestkassenbestand von 3,0% der Umsatzerlöse und unter Berücksichtigung der Planung der Dividendenausschüttungen gemäß Vollausschüttungsannahme unter Berücksichtigung von wachstumsbedingten Thesaurierungen. Das sonstige Umlaufvermögen wird in der Fortführungsphase in Abhängigkeit zu den Umsatzerlösen geplant.

Das Eigenkapital wird im Jahr der Fortführungsphase unter Berücksichtigung der vollständigen Ausschüttung der Zahlungsmittelüberschüsse geplant und hierbei ebenso wachstumsbedingte Thesaurierungen i.H.d. nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5% auf den Buchwert des Eigenkapitals berücksichtigt.

Pensions- und sonstige Rückstellungen wachsen langfristig i.H.d. nachhaltigen Wachstumsrate mit jährlich 0,5%. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen werden in Abhängigkeit zu dem Materialaufwand geplant. Dabei wird eine nachhaltige Kreditorenlaufzeit von 60 Tagen angenom-

men. Sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten, wie die Steuerverbindlichkeiten, erhaltenen Anzahlungen, sonstige finanzielle Verbindlichkeiten und sonstige Verbindlichkeiten werden jeweils anhand der Quote im Verhältnis zu den Umsatzerlösen des letzten Planjahres 2021 geplant.

Insgesamt erfolgt die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der daraus ableitbaren Cashflow-to-Equity in der Fortführungsphase vollständig integriert.

5.3. Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Fortführungsphase

Abschließend wird die Gewinn- und Verlustrechnung dargestellt, die sich aufgrund der oben beschriebenen Prämissen für die Fortführungsphase ergibt:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					TV
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Umsatzerlöse	290	499	567	699	823	953	1.045	1.125	1.286
Wachstum (in %)	-	72,4%	13,5%	23,4%	17,7%	15,7%	9,7%	7,6%	n.a.
Materialaufwand	147	244	309	373	433	517	569	608	764
Rohertrag	143	255	258	326	391	436	477	516	522
Marge (in %)	49,2%	51,1%	45,5%	46,6%	47,5%	45,7%	45,6%	45,9%	40,6%
Personalaufwand	25	38	49	52	56	59	61	62	94
Sonstige betriebliche Erträge	1	15	14	6	6	7	8	9	10
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36	116	101	109	109	109	113	117	141
Andere aktivierte Eigenleistungen	2	2	2	-	-	-	-	-	-
EBITDA (vor Anpassung)	85	118	125	171	232	275	311	346	298
Bewertungstechnische Anpassung	n.a.	n.a.	n.a.	2	3	3	2	2	3
EBITDA (nach Anpassung)	85	118	125	174	235	278	313	348	300
Marge (in %)	29,4%	23,7%	22,0%	24,8%	28,5%	29,2%	29,9%	31,0%	23,1%
Abschreibungen	10	36	61	49	33	31	27	23	57
EBIT (nach Anpassung)	75	82	63	125	201	247	286	325	243
Marge (in %)	26,0%	16,5%	11,1%	17,9%	24,4%	25,9%	27,3%	28,9%	18,9%
Finanzergebnis	-3	-3	-3	-1	0	0	0	0	1
Außerordentliches Ergebnis	-	-13	-4	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern (exkl. Ber.)	73	66	56	124	201	247	286	325	244
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	23	20	29	35	62	74	88	101	76
Effektive Steuerrate (in %)	31,0%	30,3%	52,4%	28,4%	31,0%	30,1%	30,9%	31,2%	31,0%
Jahresüberschuss	50	46	26	89	139	173	198	224	168
Marge (in %)	17,3%	n.a.	n.a.	12,7%	16,8%	18,1%	18,9%	19,9%	13,1%

5.4. Kapitalisierungszinssatz

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹¹¹

Im vorliegenden Fall wird der Cashflow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode für die Wertermittlung vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 und der WACC-Ansatz für den DCF-Wert gemäß den DVFA-Empfehlungen verwendet.

Der Cashflow-to-Equity, der als Grundlage für die Wertermittlung nach dem Cashflow-to-Equity-Ansatz dient, ist die Größe, die den Eigenkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkapitalkosten diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden periodenspezifisch berechnet.

Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^V = r_f(v. pers. Steuern) + \beta_V \times MRP_{v. pers. Steuer}$$

mit

r_{EK}^V :	Verschuldete Eigenkapitalkosten
r_f :	Risikoloser Basiszinssatz (vor persönlichen Einkommenssteuern)
β_V :	Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)
$MRP_{v. pers. Steuer}$:	Marktrisikoprämie (vor persönlichen Einkommensteuern)

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

Der Free Cashflow, der hier als Grundlage für die Wertermittlung nach dem WACC-Ansatz der DCF-Methode gemäß DVFA-Empfehlungen dient, ist die Größe, die den Eigen- und Fremdkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Free Cashflow mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten

¹¹¹ Vgl. IDW S 1, Tz. 113ff.

diskontiert, die den gewichteten durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber entsprechen. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden auch als WACC bezeichnet. Sie werden als periodenspezifische Eigen- und Fremdkapitalkosten berechnet, wobei die jeweilige Gewichtung der beiden Komponenten den prozentualen Anteilen des entsprechenden Eigen- und Fremdkapitals (zu Marktwerten) zum Wert des Gesamtkapitals entspricht.

Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden folgendermaßen berechnet:

$$WACC = k_{EK}^V \times \frac{EK}{GK} + k_{FK} \times (1-s) \times \frac{FK}{GK}$$

mit

EK: Wert des Eigenkapitals

FK: Wert des Fremdkapitals

GK: Marktwert des Gesamtkapitals (Unternehmensgesamtwert)

s: effektive Steuerrate

k_{EK}^V : verschuldete Eigenkapitalkosten

k_{FK} : Fremdkapitalkosten

Im Folgenden wird die Ermittlung der unverschuldeten Eigenkapitalkosten, die sowohl in den Kapitalisierungszinssatz nach dem Cashflow-to-Equity-Ansatz als auch dem WACC-Ansatz einfließen, erläutert.

5.4.1. Eigenkapitalkosten

5.4.1.1. Basiszinssatz

Der Basiszinssatz repräsentiert eine (quasi) risikofreie und fristadäquate Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

Zur Schätzung der Zinsstrukturkurven¹¹² kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Im vorliegenden Fall wurde auf die Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den

¹¹² Schätzung anhand der Svensson-Methode.

gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).

Auf dieser Grundlage wird zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 1,25% zu beiden Bewertungsstichtagen ausgegangen.

5.4.1.2. Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines Unternehmensgesamtwertes ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die dadurch geforderte Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model (im Folgenden „CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.

Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarmen Gläubigerpapieren. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum – langfristig in einer Bandbreite von 8,5% bis 11,0% vor persönlichen Steuern.¹¹³ Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die aktuelle Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Zudem können anhand der Schätzungen der Analysten historische implizite Marktrisikoprämien abgeleitet werden. Diese liegen im Zeitraum 2010 bis zum Bewertungsstichtag im Durchschnitt in einer Bandbreite von 8,3% bis 11,8% vor persönlichen Steuern. Aus diesem Grund gibt es keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamtrendite fordern. Unter Einbezug des unteren Endes der Bandbreite und Abzug des Basiszinssatzes wird daher grundsätzlich eine Marktrisikoprämie von 7,25% geschätzt.

Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 19. September 2012, ist aufgrund der sich aktuell veränderten Risikotoleranz eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 5,5% bis 7,0% zu unterstellen.¹¹⁴ An dieser Empfehlung hält der FAUB nach einer Mitteilung über die 118. Sitzung des FAUB im Jahr

¹¹³ Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten.

¹¹⁴ Vgl. Protokoll zur 108. Sitzung des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 19. September 2012.

2016 fest. Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen kann jedoch unter Berücksichtigung des aktuellen risikolosen Basiszinssatzes auch eine Marktrisikoprämie oberhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite gerechtfertigt werden, was im Rahmen der alternativen Wertermittlungen nach den DVFA-Empfehlungen berücksichtigt wird.¹¹⁵

Für die Bewertung gemäß IDW S 1 vor Steuern wird das obere Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie von 7,0% herangezogen. Bei der Ermittlung des DCF-Wertes in der Nachsteuerbetrachtung wurde eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% bis 6,0% verwendet.

Betafaktor

Die im vorherigen Kapitel diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

Da Drillisch ein börsenlistedes Unternehmen ist, wird zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor von Drillisch bestimmt. Der firmeneigene Betafaktor von Drillisch wird auf Basis von Daten der Datenbank Capital IQ abgeleitet. Als Vergleichsindex dient der Composite DAX (im Folgenden: CDAX), der den breitesten, lokalen Vergleichsindex repräsentiert. Im Ergebnis wird ein eigener Betafaktor von rd. 0,76 abgeleitet.

Als alternative Methodik bietet sich der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus bestmöglich vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) zusammensetzt. Hierbei werden die Peer Group-Unternehmen einschließlich Drillisch verwendet. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch das Scoring – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und könnte demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.

Eine Analyse der identifizierten Vergleichsunternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Ableitung des Betafaktor

Unternehmen	Index	Beta verschuldet	Fremdkapital- quote	Beta unverschuldet
Drillisch	CDAX Index (Total Return)	0,79	7%	0,76
United Internet	CDAX Index (Total Return)	0,80	25%	0,71
Freenet	CDAX Index (Total Return)	0,76	53%	0,69
TalkTalk	FTSE 100 Index	0,68	57%	0,61
Median		0,78	39%	0,70
Mittelwert		0,76	35%	0,69

¹¹⁵ Vgl. Kapitel 5.4.1.2.

Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur (i.S. Fremdkapitalquote) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren ermittelt (sogenanntes „unlevern“). Die Ermittlung der Debt Betas selbst basiert auf einem geschätzten Rating des jeweiligen Unternehmens, dessen Transformation anhand von korrespondierenden Credit Spreads entsprechender Unternehmen sowie einer Korrektur des in den Credit Spreads enthaltenen unsystematischen Risikos erfolgt. Bei der Betaermittlung werden jeweils die breitesten lokalen Indizes verwendet. Die Überprüfung der statistischen Güte der Betafaktoren anhand des Bestimmtheitsmaßes und des T-Tests ergab, dass alle dargestellten Betafaktoren statistisch signifikant sind.

Im Ergebnis liegt der unverschuldete Betafaktor der Vergleichsunternehmen in einer Bandbreite von 0,61 bis 0,76. Der Durchschnitt (arithmetisches Mittel) ergibt einen Betafaktor von rd. 0,69. Im Median liegt der Betafaktor bei rd. 0,70.

Unter Berücksichtigung der eigenen Betafaktoren von Drillisch und der Betafaktoren der Peer Group wird ein Betafaktor für die Bewertung von Drillisch von 0,70 für angemessen gehalten. Dieser liegt innerhalb der beobachtbaren Bandbreite der Peer Group-Unternehmen und berücksichtigt zudem, dass aus den Mindestabnahmemengen des MBA MVNO-Vertrages einhergehende zukünftige Risiko des Geschäftsmodells von Drillisch.

Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 7,0% und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,70 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. rd. 4,9%.

Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten betragen somit

$$1,25\% + 0,70 \times 7,0\% = 6,15\%.$$

5.4.2. Wachstumsabschlag

Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

Bei der Planungsrechnung von Drillisch handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss demnach auf nominelles Wachstum, welches aus dem realen Wachstum und dem Inflationsbedingten Wachstum abgeleitet wird, abgestellt werden. Zur Bestimmung der Wachstumsrate

werden daher die prognostizierte Entwicklung der Inflationsrate und des BIP¹¹⁶, die zukünftige Entwicklung Mobilfunkbranche in Deutschland, die Marktpräsenz der Gesellschaft¹¹⁷ das Geschäftsmodell¹¹⁸ und die Möglichkeiten, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels Preissteigerungen umsatzseitig an die Kunden weiter zu geben, berücksichtigt.

Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiteren Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag ist die Gesellschaft auf Deutschland fokussiert. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls ausschließlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa.¹¹⁹ Der Ausblick für Deutschland sieht Preiswachstumsraten von 1,7% bis 2,4% für die Jahre 2017 bis 2022 vor. Für die Eurozone geht der IWF von einer Inflationsrate von 1,5% bis 1,9% für die Jahre 2017 bis 2022 aus.¹²⁰

Die Konjunkturaussichten des IWF für Deutschland und die Eurozone gehen von einem stabilen Wachstum des BIP für die Jahre 2017 bis 2022 mit Wachstumsraten von jährlich 1,2% bis 1,7% aus. In Bezug auf den Mobilfunkmarkt ist jedoch festzustellen, dass dieser, trotz verändertem Nutzerverhalten und steigenden Datenvolumina bei abnehmender Sprachtelefonie und SMS, insgesamt im Zeitraum 2007 bis 2016 nicht gewachsen ist, sondern mit Außenumsatzerlösen i.H.v. EUR 26,4 Mrd. stagniert ist. Darüber hinaus ist der Aufbau der Netzkapazitäten zur Abwicklung der steigenden Datenvolumina mit signifikanten Investitionen verbunden.

Gleichzeitig haben die MVNOs ihren Marktanteil im genannten Betrachtungszeitraum steigern können. Ein weiterer Anstieg des Marktanteils und damit verbundenes reales Wachstum wird im Rahmen der Planung der Umsatzerlöse bis zum Jahr 2021 von Drillisch berücksichtigt. Langfristig ist jedoch davon auszugehen, dass sich das starke Umsatz- und Ergebniswachstum von Drillisch abschwächen wird. Aufgrund des bis zum Jahr 2021 bereits signifikant gesteigerten Marktanteils von Drillisch wird langfristig der Wettbewerbsdruck zunehmen und damit das Umsatz- und Ertragswachstum von Drillisch zurückgehen. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass mit Auslauf des MBA MVNO-Vertrages die Kosten für bezogene Leistungen auf ein marktübliches Niveau angepasst werden.

In einer Gesamtbeurteilung der Inflationsprognosen, des insgesamt stagnierenden Telekommunikationsmarkts, dem bereits im Detailplanungszeitraum starken Kundenwachstum von Drillisch, dem hohen Wettbewerbsdruck im Kommunikationsmarkt, der starken Fokussierung von Drillisch

¹¹⁶ Vgl. Kapitel 2.1.

¹¹⁷ Vgl. Kapitel 2.2.

¹¹⁸ Vgl. Kapitel 3.1.3.1.

¹¹⁹ Vgl. Europäische Zentralbank, 2011, S. 7 und 64.

¹²⁰ Vgl. Kapitel 2.1.

auf preissensible Kunden und des Auslaufens des MBA MVNO-Vertrages sowie des erwarteten stabilen Wachstums des BIPs in Deutschland wird eine nachhaltige, unternehmens- und branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 0,5% gewählt.

5.5. Stand Alone-Bewertung

Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen¹²¹ werden im Folgenden die Cashflows-to-Equity abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals der Drillisch AG unter Berücksichtigung von Sonderwerten anhand der DCF-Methode ermittelt.

5.5.1. DCF-Wert nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern

Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity¹²² von Drillisch auf Basis der Planungsrechnung¹²³ abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
EBIT (nach bewertungstechnischer Anpassung)	125	201	247	286	325	243
-/+ Finanzergebnis	-1	0	0	0	0	1
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-35	-62	-74	-88	-101	-76
Jahresüberschuss	89	139	173	198	224	168
+ Abschreibungen	49	33	31	27	23	57
- Aktivierte Eigenleistungen	-2	-3	-3	-2	-2	-3
- Veränderung des Anlagevermögens	-5	-6	-12	-15	-15	-54
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-4	-6	1	19	34	-1
-/+ Veränderung der liquiden Mittel	-1	-14	6	-3	-39	-1
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-41	0	-50	0	0	0
Cashflow-to-Equity	85	143	146	224	224	168

¹²¹ Vgl. Kapitel 4.4.

¹²² Vgl. Anlage 5 zur Darstellung der konsistent abgeleiteten Kapitalflussrechnung mit Ausweis des Cashflow aus laufender Tätigkeit, Investitions- und Finanzierungstätigkeit.

¹²³ Vgl. Kapitel 5.1.2.

Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert der Drillisch AG auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von 6,2% bis 6,3% und einem nachhaltigen Wachstum von 0,5% ermittelt.

Cashflow-to-Equity-Ansatz

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Cashflow-to-Equity	85	143	146	224	224	168
<i>Unverschuldete Eigenkapitalkosten</i>	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<i>Verschuldungsgrad (D/E)</i>	3,3%	1,8%	1,7%	0,1%	0,1%	-
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten</i>	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<i>Wachstumsabschlag</i>	-	-	-	-	-	0,5%
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</i>	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,7%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	13,1
Barwert der Cashflows-to-Equity	80	127	122	176	165	2.191
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	2.861					
<i>Zinstage</i>	132					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,02					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	2.925					

Der DCF-Wert beträgt rd. EUR 2.925 Mio. zum Bewertungsstichtag 12. Mai 2017.

5.5.1.1. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurde nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert, das bei der Bewertung der Drillisch AG als Sonderwerte berücksichtigt wird. Hierbei handelt es sich um das Netto-Vermögen der Veräußerungsgruppe, die aus der The Phone House Telecom Vertrieb GmbH, eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Drillisch AG, besteht. Als Bestandteil der TPH-Gruppe war die The Phone House Telecom Vertrieb GmbH für das Distributionsgeschäft mit Netzbetreiberverträgen verantwortlich. Mit Veräußerung im Januar 2017 hat sich Drillisch von den Vertriebsaktivitäten für andere Netzbetreiber getrennt und die strategische Positionierung hin zum Vertrieb eigener Produkte forciert. Der verbleibende Teil der TPH-Gruppe fokussiert sich auf den Hardwareeinkauf und die Logistik für Drillisch einschließlich der yourfone Shops.

Als Wert der The Phone House Telecom Vertrieb GmbH wurde vereinfachend das bilanzielle Netto-Vermögen zum 31. Dezember 2016 als Saldo vom bilanzierten Vermögen und der Schulden der Gesellschaft angesetzt. Gleichzeitig wurde die Bilanz zum 31. Dezember 2016 um die Veräußerungsgruppe bereinigt (Bereinigung II.). Bei einem Vermögen i.H.v. EUR 17,0 Mio. und Schulden i.H.v. EUR 16,6 Mio. ergibt sich ein Netto-Vermögen i.H.v. EUR 0,4 Mio., das als Sonderwert sowohl zum 12. Mai 2017 als auch zum 25. Juli 2017 berücksichtigt wird und zu dem DCF-Wert addiert wird.

Die Transaktionsstruktur sieht des Weiteren vor, dass die Sachkapitalerhöhung I zwischen dem 12. Mai 2017, als dem Tag der Bekanntgabe der Transaktion, und dem 25. Juli 2017, als dem Tag der über die Sachkapitalerhöhung II beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung, durchgeführt wird. Im Rahmen der geplanten Kapitalerhöhung erwirbt die Drillisch AG einen Anteil von ca. 7,75% an der 1&1 SE im Wert von EUR 446 Mio. gegen Ausgabe von 9.062.169 Stückaktien.

Zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2017 ist der Wert der Beteiligung an der 1&1 SE als Sonderwert zu berücksichtigen. Da die Dividendenausschüttungen der 1&1 SE an Drillisch gemäß § 8b Abs. 5 KStG mit einem Anteil von 95% steuerfrei vereinnahmt werden können, ist der Wert der Beteiligung an 1&1 aus Sicht von Drillisch um die entsprechende Steuerlast von rund EUR 7 Mio. zu reduzieren. Gleichzeitig erhöht sich die Anzahl der Aktien von 59.764.649 um 9.062.169.

5.5.1.2. Wert des Eigenkapitals

Der Wert des Eigenkapitals beträgt zum 12. Mai 2017 unter Berücksichtigung der Sonderwerte i.H.v. EUR 0,4 Mio. und dem DCF-Wert i.H.v. rd. EUR 2.925 Mio. insgesamt rd. EUR 2.925 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 59,8 Mio. Aktien (inklusive der Aktien aus der Wandlung der Wandelanleihe) einem Wert von EUR 48,95 je Aktie.

DCF-Wert zum 12. Mai 2017	2.925
Sonderwerte	0,4
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.925
# Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)	59,8
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	48,95

Sofern sich bis zum 25. Juli 2017 keine wesentlichen Veränderungen in Bezug auf die Ertragsaussichten oder des Kapitalmarktumfeldes ergeben, beträgt der Wert des Eigenkapitals rd. EUR 3.408 Mio. bzw. EUR 49,51 je Aktie zu diesem Stichtag. Dieser Wert ergibt sich aus dem DCF-Wert i.H.v. EUR 2.962 Mio. und dem Sonderwert i.H.v. EUR 446 Mio., der sich aus der im Rahmen der Sachkapitalerhöhung I erworbenen Beteiligung von ca. 7,75% an der 1&1 SE ergibt.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.925
Zinstage	74
Aufzinsungsfaktor	1,01
DCF-Wert zum 25. Juli 2017	2.962
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	3.408
# Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)	59,8
# Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)	9,06
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	49,51

5.5.2. Ertragswertverfahren nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung eines angemessenen Austauschverhältnisses nach § 255 Abs. 2 AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz und dem Ertragswertverfahren nach IDW S 1 in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierte Wertes gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß der Grundsätze des objektivierte Unternehmenswertes nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).

Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 bei aktienrechtlichen Bewertungsanlässen sind darüber hinaus zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und fiktive Thesaurierungen mit unterschiedlichen Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner besteuert werden. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote i.H.v. rd. 80% ausgegangen, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen entspricht.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen*

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Jahresüberschuss	89	139	173	198	224	163
Cashflow-to-Equity	85	143	146	224	224	162
davon Hinzurechnung als Dividende	85	143	146	224	224	148
<i>persönliche Steuern (26,38%)</i>	-22	-38	-39	-59	-59	-39
davon Hinzur. als fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	-	14
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-	-	-	-2
Zu diskontierende Ausschüttungen	62	105	108	165	165	121

* TV-Umrechnung anhand einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern.

In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Marktrisikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln.

Konkret ist der nach der Svensson-Methode ermittelte risikolose Basiszinssatz i.H.v. 1,25% vor persönlichen Steuern um die Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 26,38% zu reduzieren. Hieraus ergibt sich ein risikoloser Basiszinssatz von 0,92% nach persönlichen Steuern.

In der Nachsteuerbetrachtung wurde eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% bis 6,0% verwendet.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
<i>persönliche Steuern (26,38%)</i>	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<u>I. MRP 5,5% nach pers. Steuern</u>						
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Betafaktor	0,72	0,71	0,71	0,70	0,70	0,70
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	0,5%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,3%
<u>II. MRP 6,0% nach pers. Steuern</u>						
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Betafaktor	0,72	0,71	0,71	0,70	0,70	0,70
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	0,5%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	4,6%

Bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern betragen die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zwischen 4,8% und 4,9%, bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern 5,1% und 5,3%.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Wert des Eigenkapitals (MRP 5,5% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Zu diskontierende Ausschüttungen	62	105	108	165	165	120
Kapitalisierungszins	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,3%
Barwertfaktor	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79	18,49
Barwert der Ausschüttungen	59	96	93	136	130	2.215
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	2.730					
<i>Zinstage</i>	132					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,02					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	2.778					
Sonderwerte	0,4					
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.778					
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	59,8					
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	46,48					

Unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 ergibt sich zum 12. Mai 2017 bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% ein Wert des Eigenkapitals i.H.v EUR 2.778 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 46,48 entspricht.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.778
<i>Zinstage</i>	74
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,01
DCF-Wert zum 25. Juli 2017	2.805
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	3.251
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	59,8
<i># Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)</i>	9,1
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	47,24

Zum 25. Juli 2017 beträgt der Wert des Eigenkapitals unter Berücksichtigung des Sonderwertes aus der Sachkapitalerhöhung I EUR 3.251 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 47,24 entspricht.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Wert des Eigenkapitals (MRP 6,0% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Zu diskontierende Ausschüttungen	62	105	108	165	165	121
Kapitalisierungszinssatz	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	4,6%
Barwertfaktor	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	16,80
Barwert der Ausschüttungen	59	95	92	135	128	2.036
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	2.545					
<i>Zinstage</i>	132					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,02					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	2.593					
Sonderwerte	0,4					
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.593					
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	59,8					
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	43,39					

Unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend der Grundsätze des objektvierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 ergibt sich zum 12. Mai 2017 bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% ein Wert des Eigenkapitals i.H.v EUR 2.593 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 43,39 entspricht.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.593
<i>Zinstage</i>	74
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,01
DCF-Wert zum 25. Juli 2017	2.620
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	3.066
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	59,8
<i># Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)</i>	9,1
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	44,55

Zum 25. Juli 2017 beträgt der Wert des Eigenkapitals unter Berücksichtigung des Sonderwertes aus der Sachkapitalerhöhung I EUR 3.066 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 44,55 entspricht.

Zusammenfassend ergeben sich unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend der Grundsätze des objektvierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 zu den Stichtagen 12. Mai 2017 und 25. Juli 2017 die folgenden Werte des Eigenkapitals sowie Werte je Aktie:

Übersicht DCF-Wert gemäß IDW S 1 nach persönlichen Steuern

Drillisch in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	12. Mai 2017		25. Juli 2017	
	Wert des Eigenkapitals	Wert je Aktie	Wert des Eigenkapitals	Wert je Aktie
DCF-Wert IDW S 1 n. St. (MRP 6,0%)	2.593	43,39	3.066	44,55
DCF-Wert IDW S 1 n. St. (MRP 5,5%)	2.778	46,48	3.251	47,24
Mittelwert	2.686	44,94	3.159	45,90

5.5.3. DCF-Wert nach DVFA-Empfehlungen

Die Berechnung des Wertes des Eigenkapitals nach den auf dem Konzept des markttypischen Erwerbers beruhenden Grundsätzen der DVFA-Empfehlungen weichen in Bezug auf die Anwendung der DCF-Methode von den Grundsätzen des objektvierten Unternehmenswertes ab. Wesentliche Unterschiede sind die Nicht-Berücksichtigung von persönlichen Steuern (Tax-CAPM) und die Berücksichtigung einer markttypischen Kapitalstruktur als Market Participant-Synergie. Zudem kann nach den DVFA-Empfehlungen eine Ableitung der Marktrisikoprämie anhand historischer Aktienrenditen (historische Marktrisikoprämie) und impliziter Aktienrenditen vorgenommen werden, die von der vom FAUB des IDW S 1 empfohlenen Bandbreite abweicht. Aus diesem Grund wird im Folgenden die Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals nach den DVFA-Empfehlungen vorgenommen.

Der Free Cashflow von Drillisch, der hier als Grundlage für die Wertermittlung nach der DCF-Methode gemäß DVFA-Empfehlungen dient, ergibt sich wie folgt:¹²⁴

DCF-Wert gemäß DVFA-Empfehlungen - Ableitung des Free Cashflow

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
EBIT (nach bewertungstechnischer Anpassung)	125	201	247	286	325	251
+ Anpassungen	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Angepasstes EBIT	122,8	199	245	284	323	249
Adjustierte Steuern (EBIT*seff)	36	63	74	88	101	78
NOPLAT	87	136	171	195	221	171
+ Abschreibungen	49	33	31	27	23	60
(+/-) (Investitionen) / Desinvestitionen in Anlagevermögen	-5	-6	-12	-15	-15	-56
-(/+) Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-5	-20	8	16	-6	-1
-(/+) Veränderung des investierten Kapitals	38	7	26	28	2	2
Free Cashflow	126	144	197	224	224	173

Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) werden aus den ermittelten Eigen- und Fremdkapitalkosten, gewichtet mit den periodenspezifischen Marktwerten des Eigen- und Fremdkapitals ermittelt. Hierbei wird vereinfachend ein an die Peer Group-Unternehmen angelehnter,

1.1. ¹²⁴ Zur Definition siehe Kapitel 4.4. Bewertung anhand der Discounted Cashflow-Methode.

konstanter Verschuldungsgrad von rd. 20 % angenommen, während die Bilanzplanung von Drillisch (nach Bereinigung der Wandelanleihe) nahezu keine verzinslichen Verbindlichkeiten aufweist.

Da anhand von beobachtbaren Kapitalmarktuntersuchungen auch eine Marktrisikoprämie oberhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,5% bis 7,0% vor persönlichen Steuern gerechtfertigt werden kann, wird im Rahmen der Ermittlung des DCF-Wertes nach den DVFA-Empfehlungen zudem von einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 7,25% ausgegangen, die sich am unteren Ende der historischen Gesamtmarktrenditen i.H.v. 8,5% bis 11,0% vor persönlichen Steuern orientiert. Hierbei wird der anhand der Peer Group abgeleitete Betafaktor i.H.v. 0,70 angenommen.

Auf Basis dieser Annahme ergeben sich innerhalb der Detailplanungs- und Fortführungsphase durchschnittliche Kapitalkosten in einer Bandbreite von 6,1% bis 6,3% vor Abzug des Wachstumsabschlags.

DCF-Wert gemäß DVFA-Empfehlungen

	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Free Cashflow	126	144	197	224	224	173
<i>Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)</i>	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
<i>Wachstumsabschlag</i>	-	-	-	-	-	0,5%
<i>WACC nach Wachstumsabschlag</i>	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	12,7
Barwert des Free Cashflow	118	127	164	176	166	2.206
Unternehmensgesamtwert zum 31. Dezember 2016	2.958					
- Marktwert des Fremdkapitals	93					
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	2.865					
<i>Zinstage</i>	132					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,02					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	2.931					
Sonderwerte	0,4					
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.932					
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	59,8					
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	49,05					

Zum 31. Dezember 2016 ermittelt sich ein Unternehmensgesamtwert i.H.v. EUR 2.958 Mio. durch Diskontierung der Free Cashflows. Von diesem ist verzinsliches Fremdkapital i.H.v. EUR 93 Mio. abzuziehen, so dass sich zum 31. Dezember 2016 ein DCF-Wert von EUR 2.865 Mio. ergibt. Unter Berücksichtigung der Sonderwerte von EUR 0,4 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals EUR 2.932 Mio. zum 12. Mai 2017 bzw. EUR 49,05 je Aktie.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.932
<i>Zinstage</i>	74
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,01
DCF-Wert zum 25. Juli 2017	2.968
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	3.414
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	59,8
<i># Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)</i>	9,1
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	49,61

Nach Berücksichtigung der Beteiligung i.H.v. ca. 7,75% an der 1&1 SE sowie hiervon abzuziehende Steuern ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 3.414 Mio. zum 25. Juli 2017, was einem Wert je Aktie von EUR 49,61 entspricht.

5.5.4. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

Neben der Ableitung des Wertes des Eigenkapitals auf Basis der DCF-Methode werden für Vergleichszwecke Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) abgeleitet wird.

Zur Bewertung der Drillisch AG kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Markt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl¹²⁵ identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren des letzten vollen Geschäftsjahres 2016 sowie den Planjahren 2017 und 2018.

Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswertes. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten. Die Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung der DVFA hingegen wenden die Multiplikator-Bewertung grundsätzlich als gleichrangige Methode neben anderen Methoden der Unternehmensbewertung an. Aufgrund der langlaufenden, expansiven Planung von Drillisch, sowie der impliziten Konvergenzphase, kommt im konkreten Bewertungsanlass auch im Konzept des DVFA der vergleichenden Bewertung eine der DCF-Methode nachrangige Bedeutung zu.

Für die Ableitung von Multiplikatoren für Drillisch wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Um angemessene Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf die maßgeblich wertbeeinflussenden Faktoren Wachstum und Profitabilität abgestellt. Um weiterhin die teilweise unterschiedliche Anlagenintensität der Peer Group-Unternehmen ausreichend zu berücksichtigen, wird zudem auf Cash Contribution-Multiplikatoren abgestellt. Die jeweilige Bezugsgröße für die Cash Contribution-Multiplikatoren wird ermittelt durch Subtraktion der Investitionen (CAPEX) vom EBITDA.

¹²⁵ Vgl. Kapitel 3.3.2.

Umsatz-Multiplikator

EBIT(DA)-Margen und Wachstumserwartungen haben für den Umsatz-Multiplikator einen hohen Erklärungsgehalt. Zur Auswahl der relevanten Multiplikatoren wurde auf das Margen-/Wachstumsprofil der Peer Group-Unternehmen abgestellt.

Umsatz-Multiplikator

	Umsatz-Wachstum p.a.				EBIT-Marge				Umsatz-Multiplikator		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Drillisch Aktiengesellschaft	13,5%	42,1%	14,6%	7,8%	11,1%	14,7%	18,4%	20,9%	5,1x	3,6x	3,1x
freenet AG	8,0%	2,2%	1,1%	1,0%	8,3%	9,0%	9,5%	9,7%	1,7x	1,7x	1,6x
United Internet AG	6,3%	8,0%	5,5%	3,9%	16,7%	17,3%	18,3%	19,4%	2,7x	2,5x	2,4x
TalkTalk Telecom Group PLC	-1,8%	1,3%	2,1%	2,1%	10,2%	11,5%	12,1%	11,2%	1,5x	1,5x	1,5x
Drillisch	13,5%	23,4%	17,7%	15,7%	11,1%	17,9%	24,4%	25,9%	-	-	-
Mittelwert	9,3%	17,5%	7,1%	4,2%	11,6%	13,1%	14,6%	15,3%	2,7x	2,3x	2,1x
Median	8,0%	8,0%	5,5%	3,9%	10,7%	13,1%	15,2%	15,3%	2,2x	2,1x	2,0x

Im Vergleich zur Peer Group liegen die Wachstums- und Margenerwartungen von Drillisch deutlich oberhalb der Peer Group. Entsprechend wurde das obere Ende zur Multiplikatorbewertung herangezogen:

Bandbreite des Unternehmensgesamtwertes (Umsatz-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	Umsatz-Multiplikator	Drillisch Bezugsgröße	Unternehmensgesamtwert
Umsatz-Multiplikator 2016	5,1x	567	2.877
Umsatz-Multiplikator 2017	3,6x	699	2.497
Umsatz-Multiplikator 2018	3,1x	823	2.564
Min			2.497
Max			2.877

Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals (Umsatz-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Wertableitung	Min	Max
Unternehmensgesamtwert zum 28. April 2017	2.497	2.877
- Verzinsliche Netto-Verbindlichkeiten	-93	-93
+ / (-) Sonderwerte	0,4	0,4
Wert des Eigenkapitals zum 28. April 2017	2.404	2.784
Zinstage	14	14
Aufzinsungsfaktor	1,00	1,00
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.410	2.790
# Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)	59,8	59,8
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	40,32	46,69
Zinstage	74	74
Aufzinsungsfaktor	1,01	1,01
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	2.440	2.825
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446	446
Adj. Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	2.886	3.271
# Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)	59,8	59,8
# Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)	9,1	9,1
Adj. Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	41,93	47,53

EBIT-Multiplikator

Für EBIT-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentlicher Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren insbesondere auf das Wachstumsprofil abgestellt.

EBIT-Multiplikator

	EBIT-Wachstum p.a.				EBIT-Marge				EBIT-Multiplikator		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Drillisch Aktiengesellschaft	-23,4%	87,9%	43,4%	22,5%	11,1%	14,7%	18,4%	20,9%	45,6x	24,3x	16,9x
freenet AG	-8,3%	11,4%	7,2%	2,8%	8,3%	9,0%	9,5%	9,7%	20,5x	18,4x	17,1x
United Internet AG	20,3%	11,9%	12,0%	10,2%	16,7%	17,3%	18,3%	19,4%	16,1x	14,4x	12,8x
TalkTalk Telecom Group PLC	39,6%	13,9%	7,4%	-5,8%	10,2%	11,5%	12,1%	11,2%	16,8x	12,9x	12,0x
Drillisch	-23,4%	98,0%	61,1%	22,8%	11,1%	17,9%	24,4%	25,9%	-	-	-
Mittelwert	7,0%	31,3%	17,5%	7,4%	11,6%	13,1%	14,6%	15,3%	24,8x	17,5x	14,7x
Median	6,0%	12,9%	9,7%	6,5%	10,7%	13,1%	15,2%	15,3%	18,6x	16,4x	14,9x

Aufgrund des Wachstumsprofils wird auch für den EBIT-Multiplikator das obere Ende der Peer Group-Bandbreite herangezogen:

Bandbreite des Unternehmensgesamtwertes (EBIT-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	EBIT-Multiplikator	Drillisch Bezugsgröße	Unternehmensgesamtwert
EBIT-Multiplikator 2016	45,6x	63	2.877
EBIT-Multiplikator 2017	24,3x	125	3.033
EBIT-Multiplikator 2018	16,9x	201	3.408
Min			2.877
Max			3.408

Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals (EBIT-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Wertableitung	Min	Max
Unternehmensgesamtwert zum 28. April 2017	2.877	3.408
- Verzinsliche Netto-Verbindlichkeiten	-93	-93
+ / (-) Sonderwerte	0,4	0,4
Wert des Eigenkapitals zum 28. April 2017	2.784	3.315
<i>Zinstage</i>	<i>14</i>	<i>14</i>
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.790	3.323
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	<i>59,8</i>	<i>59,8</i>
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	46,69	55,60
<i>Zinstage</i>	<i>74</i>	<i>74</i>
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,01</i>	<i>1,01</i>
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	2.825	3.364
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446	446
Adj. Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	3.271	3.810
<i># Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)</i>	<i>59,8</i>	<i>59,8</i>
<i># Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)</i>	<i>9,1</i>	<i>9,1</i>
Adj. Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	47,53	55,36

Cash Contribution-Multiplikator

Um die jeweils unterschiedliche Anlagenintensität und Bilanzierungspolitiken der Peer Group-Unternehmen zu berücksichtigen, wird ebenfalls der Cash Contribution-Multiplikator verwendet.

Cash Contribution-Multiplikatoren

	Cash Contribution-Wachstum				Cash Contribution-Marge				Cash Contr.-Multiplik.		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Drillisch Aktiengesellschaft	n.a.	87,4%	25,4%	17,4%	15,9%	20,9%	22,9%	24,9%	32,0x	17,1x	13,6x
freenet AG	-1,6%	31,6%	4,5%	4,6%	9,4%	12,0%	12,4%	12,9%	18,0x	13,0x	13,1x
United Internet AG	5,1%	11,7%	9,0%	8,0%	21,1%	21,9%	22,6%	23,5%	12,7x	11,4x	10,4x
TalkTalk Telecom Group PLC	-35,5%	3,2%	6,5%	-2,0%	9,7%	11,5%	12,0%	11,5%	13,3x	12,9x	12,1x
Drillisch	n.a.	87,2%	35,9%	16,2%	15,9%	24,1%	27,8%	27,9%	-	-	-
Mittelwert	-10,7%	33,4%	11,4%	7,0%	14,0%	16,6%	17,5%	18,2%	19,0x	13,6x	12,3x
Median	-1,6%	21,6%	7,8%	6,3%	12,8%	16,5%	17,5%	18,2%	15,7x	13,0x	12,6x

Analog zum Umsatz- und EBIT-Multiplikator wird zur Bewertung anhand des Cash Contribution-Multiplikators ebenso das obere Ende der Peer Group herangezogen:

Bandbreite des Unternehmensgesamtwertes (Cash Contribution-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	Cash Contrib.- Multiplikator	Drillisch Bezugsgröße	Unternehmens- gesamtwert
Cash Contribution-Multiplikator 2016	32,0x	90	2.877
Cash Contribution-Multiplikator 2017	17,1x	168	2.875
Cash Contribution-Multiplikator 2018	13,6x	229	3.115
Min			2.875
Max			3.115

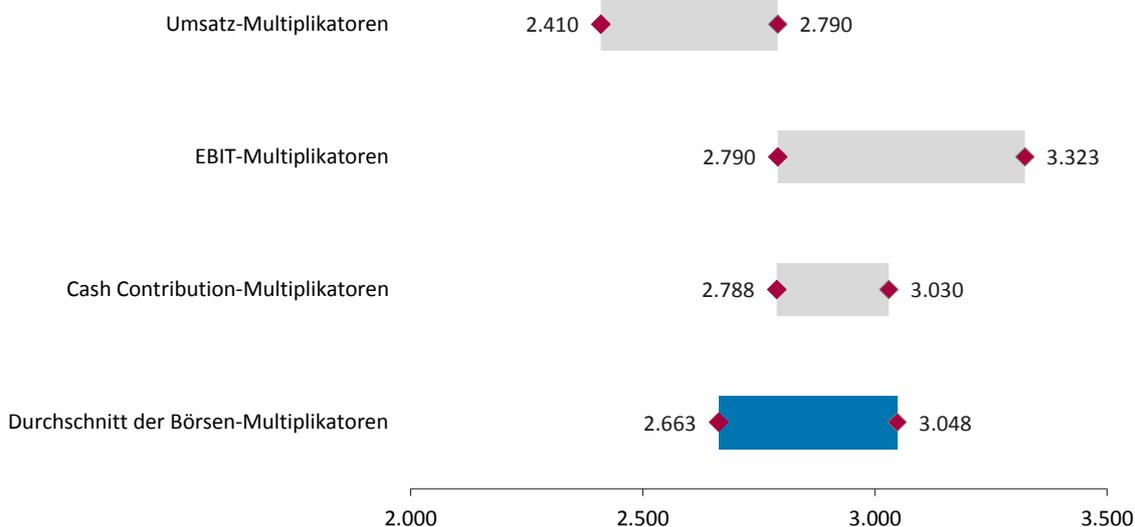
Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals (Cash Contribution-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

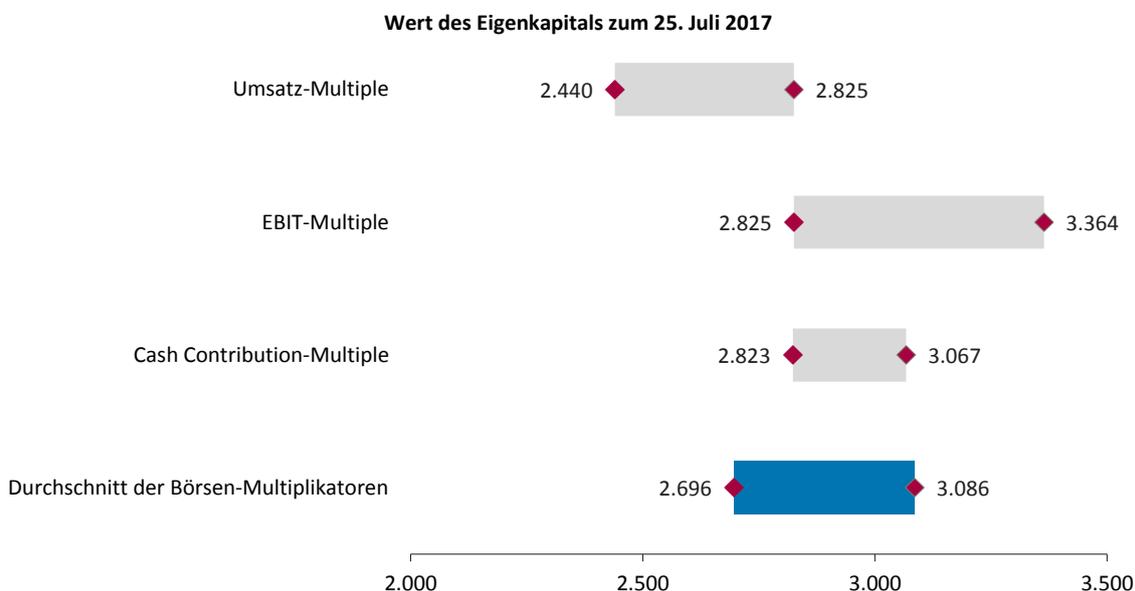
Wertableitung	Min	Max
Unternehmensgesamtwert zum 28. April 2017	2.875	3.115
- Verzinsliche Netto-Verbindlichkeiten	-93	-93
+ / (-) Sonderwerte	0,4	0,4
Wert des Eigenkapitals zum 28. April 2017	2.782	3.023
Zinstage	14	14
Aufzinsungsfaktor	1,00	1,00
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	2.788	3.030
# Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)	59,8	59,8
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	46,66	50,69
Zinstage	74	74
Aufzinsungsfaktor	1,01	1,01
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	2.823	3.067
Sonderwert Kapitalerhöhung I	446	446
Adj. Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	3.269	3.513
# Anzahl der Aktien (in Mio. Stk.)	59,8	59,8
# Anzahl der Aktien aus Kap.erhöhung I (in Mio. Stk.)	9,1	9,1
Adj. Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	47,50	51,05

Die Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017 liegt auf Basis der Bezugsgrößen Umsatzerlöse, EBIT sowie Cash Contribution zwischen EUR 2.663 Mio. bis EUR 3.048 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 44,55 bis EUR 50,99 entspricht.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017



Die Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017 liegt ohne Berücksichtigung des Sonderwertes aus der Kapitalerhöhung I i.H.v. EUR 446 Mio. auf Basis der Bezugsgrößen Umsatzerlöse, EBIT sowie Cash Contribution zwischen EUR 2.696 Mio. bis EUR 3.086 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 45,11 bis EUR 51,63 entspricht.



5.5.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses

Gemäß IDW S 1 und DVFA-Empfehlungen kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder grundsätzlich als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswertes eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. der verabschiedeten Unternehmensplanung, basiert. Zudem kann im vorliegenden Fall zur Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses eine vergleichbare Bewertung auf Basis des Börsenkurses nicht vorgenommen werden, da lediglich die Aktien der Drillisch AG, jedoch nicht die Aktien der 1&1 SE zum Handel an der Börse zugelassen sind.

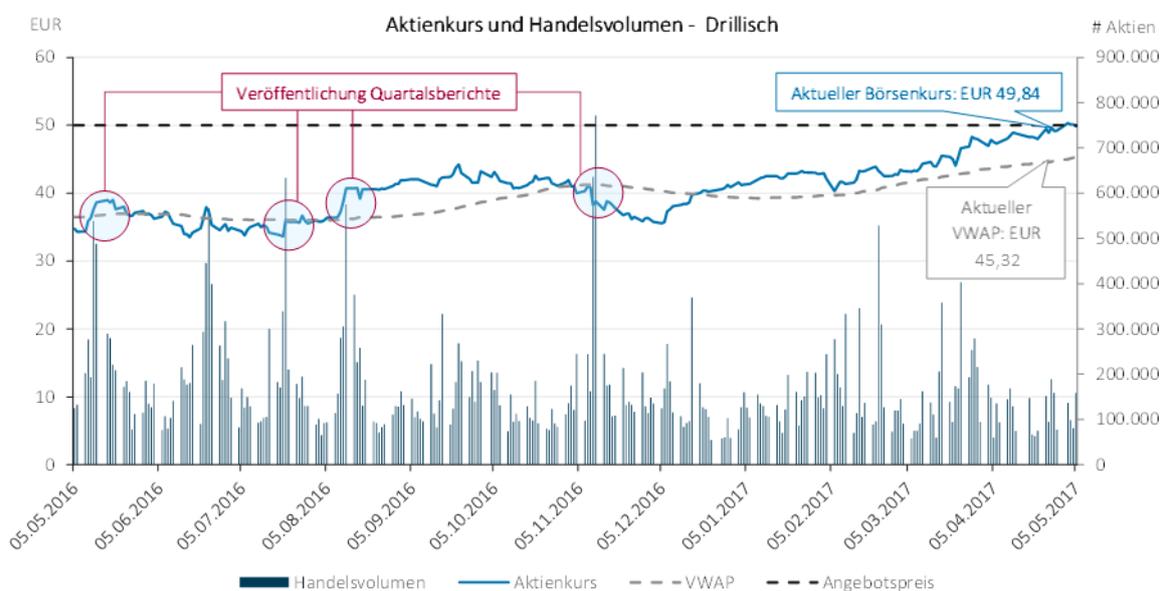
Die Aktien der Drillisch AG sind unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE0005545503 und dem Börsenkürzel DRI zum Handel im regulierten Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (Prime Standard) und den übrigen deutschen Wertpapierbörsen zugelassen. Des Weiteren werden die Aktien über das Handelssystem XETRA gehandelt.

Maßgeblicher Börsenkurs

Gemäß der DAT/ALTANA-Entscheidung des BVerfG bzw. der Stollwerck-Entscheidung ist bei der Verwendung des Börsenkurses auf einen sog. Referenzkurs zurückzugreifen. Dieser Referenzkurs

berechnet sich aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“). Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜGAngebV¹²⁶, nach der die nach Wertpapierübernahmegesetz bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als gewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) der inländischen Börsenkurse ermittelt. Maßgeblich ist hierbei ein dreimonatiger Referenzzeitraum vor Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Aus diesem Grund wird im Folgenden untersucht inwieweit der im Rahmen der Transaktion für die Drillisch AG festgelegte Wert je Aktie i.H.v. EUR 50,00 über dem als Untergrenze geltenden Dreimonatsdurchschnittskurs liegt.

In der folgenden Abbildung wird der Verlauf des Aktienkurses und des nach dem Handelsvolumen gewichteten dreimonatigen Durchschnittskurses der Drillisch-Aktie vom 5. Mai 2016 bis zum letzten Stichtag für die Datenabfrage am 5. Mai 2017 dargestellt.¹²⁷



Der Dreimonatsdurchschnittskurs der Drillisch-Aktie bis zum Zeitpunkt des Stichtags der Datenerhebung für diese Gutachtliche Stellungnahme am 5. Mai 2017 beträgt EUR 45,32. Der vom Vorstand der Drillisch AG und der 1&1 SE festgelegte Wert je Drillisch-Aktie i.H.v. EUR 50,00 entspricht in Bezug auf den Dreimonatsdurchschnittskurs einer Prämie von 10,3%. Damit steht der für die Drillisch AG festgelegte Wert je Aktie im Einklang mit der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung.

In den 12 Monaten vor Ankündigung der Transaktion stieg der Aktienkurs (jeweils Tagesschlusskurs, Handelsplattform XETRA der Deutsche Börse AG) insgesamt von EUR 34,75 am 5. Mai 2016 auf EUR 49,84 zum 5. Mai 2017 an, was einem Anstieg um 43,4% entspricht. Eine Berücksichtigung des Stichtagskurses ist jedoch im Einklang mit der Rechtsprechung und den Bewertungsgrundsätzen

¹²⁶ § 5 Abs. 1, 3 WpÜGAngebV.

¹²⁷ Die Abfrage der Kapitalmarktdaten einschl. des Börsenkurses erfolgt anhand der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ.

des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen aufgrund von Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen nicht erforderlich.

Insgesamt weist der Aktienkursverlauf im Betrachtungszeitraum keine auffälligen Sprünge auf, die auf eine Verzerrung des Börsenkurses und eingeschränkte Aussagekraft des Aktienkurses für den Verkehrswert der Drillisch-Aktien aufgrund von außerordentlichen Ereignissen schließen lassen. Ereignisse, wie zum Beispiel Übernahmeangebote, gesellschaftsrechtliche Maßnahmen oder wesentliche Kapitalmaßnahmen, die zu einer Abkopplung der Entwicklung des Aktienkurses von der Marktentwicklung führen könnten, lagen in dem betrachteten Zeitraum nicht vor. Stärkere Aktienkursreaktionen sind lediglich in Bezug auf die Veröffentlichungen von Quartalsberichten festzustellen.

Kurs- und Liquiditätsanalyse der Drillisch-Aktie

Im Zusammenhang mit der Analyse des Börsenkurses ist ferner zu prüfen, inwieweit der Börsenkurs als eigenständiges Bewertungsverfahren oder zur Ermittlung von Betafaktoren oder Börsenmultiplikatoren geeignet ist. Im Rahmen der folgenden Aktienkursanalyse werden die Entwicklung des täglichen Handelsvolumens (im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand) sowie die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spreads) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können. Falls der Anteil des Handelsvolumens im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand und das Handelsvolumen gering sind, sowie der Kurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, kann aufgrund eingeschränkter „Marktgängigkeit“ dem Börsenkurs keine Bedeutung für weitere Analysen beigemessen werden.¹²⁸ Ein weiteres Kriterium wäre die Anzahl der Aktien, die sich im Streubesitz befinden (der sog. Free Float) und das tägliche Handelsvolumen in Prozent des Free Float.

Zur Überprüfung der Liquidität der Drillisch-Aktie bietet sich eine Reihe von möglichen Liquiditätskriterien an. So wird in der deutschen Rechtsprechung regelmäßig auf die Anzahl aktiver Handelstage, den Anteil des Free Floats im Verhältnis zum Aktienbestand sowie die durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina, bezogen auf den gesamten Aktienbestand und den Free Float, abgestellt. Gemäß der gängigen Rechtsprechung¹²⁹ wird ein Börsenkurs demnach im Regelfall nicht verworfen und gilt als ausreichend liquide, sofern:

- a. der Free Float größer ist als 5%,
- b. an mehr als einem Drittel der möglichen Handelstage aktiver Handel besteht und/oder
- c. mehr als 0,01% des gesamten Aktienbestands pro Tag gehandelt werden.¹³⁰

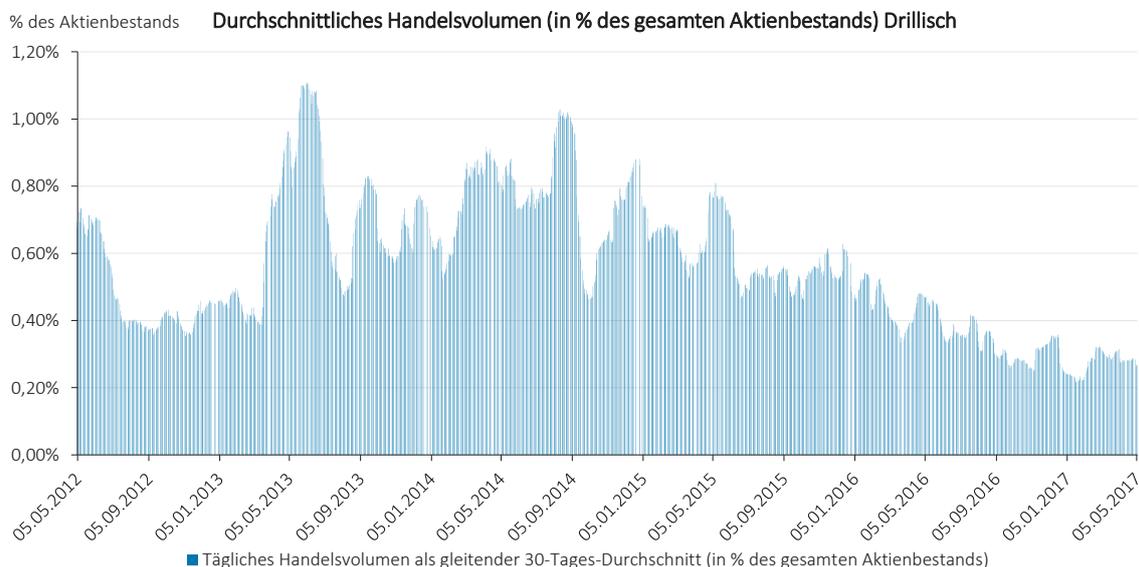
Zusätzlich werden die genannten Richtwerte in Relation zu Marktindizes betrachtet.

¹²⁸ Vgl. hierzu Beschluss des BVerfG. vom 27. April 1999, „DAT/Altana“.

¹²⁹ Herangezogene Rechtsprechung, u.a.: BGH-Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00; OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, Az. 31 Wx 041/05 und 06/05; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 2. November 2006, Az. 20 W 233/93; LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17. Januar 2006, Az. 3.5 O 75/03. Laut § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV sollten zudem „mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse“ um nicht mehr als 5% voneinander abweichen, um den Börsenkurs zur Bestimmung der Höhe der Gegenleistung heranziehen zu können.

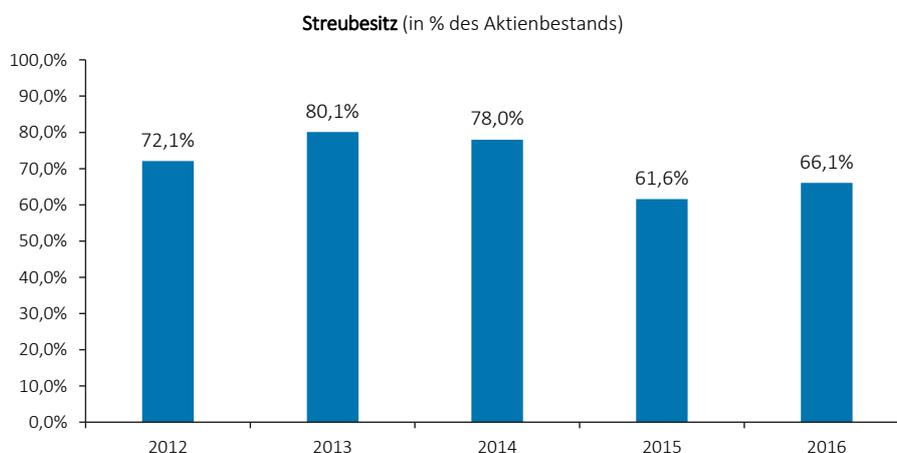
¹³⁰ Ebenso kann das tägliche Handelsvolumen in Bezug zum Free Float als Kriterium herangezogen werden.

Die Drillisch-Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichenden Volumina gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden, und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf.

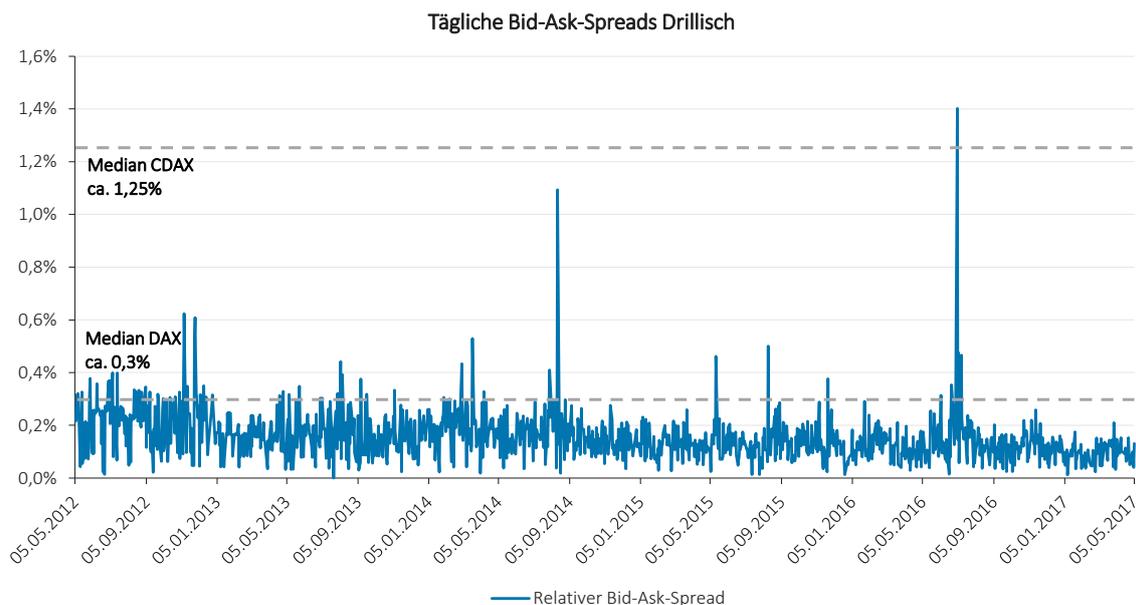


Das Handelsvolumen in Bezug auf den gesamten Aktienbestand ist im Beobachtungszeitraum durchweg deutlich größer 0,01%. Über den betrachteten Zeitraum hinweg nahm die Handelsaktivität ab dem Jahr 2015 etwas ab. Vom Jahr 2012 bis 2015 betrug das durchschnittliche Handelsvolumen ca. 319 Tsd. Stück. Nach dem Jahr 2015 sank das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen auf ca. 192 Tsd. Stück.

Darüber hinaus ist die Mehrzahl der gesamten Aktien im Streubesitz (sog. Free Float). Im Zeitraum vom 31. Dezember 2012 bis zum 31. Dezember 2016 lag der Streubesitz stets zwischen 61,6% zum 31. Dezember 2015 und 80,1% zum 31. Dezember 2013. Die dargestellte Höhe des Free Floats spricht ebenfalls nicht für eine eingeschränkte Liquidität der Drillisch-Aktien.



Im Rahmen der Liquiditätsanalyse besteht ferner die Möglichkeit, die Transaktionskosten zu berücksichtigen. Diese drücken sich u.a. in sog. Bid-Ask-Spreads aus. Der Bid-Ask-Spread ist die Differenz aus dem Preis, zu dem Marktteilnehmer ein Wertpapier sofort kaufen könnten (Ask-Price), und dem Preis, zu dem Marktteilnehmer sofort verkaufen könnten (Bid-Price). Ein hoher Spread wird auch als „Marktenge“ verstanden und stellt höhere Transaktionskosten dar. Der Bid-Ask-Spread ist also ein Maß für die Transaktionskosten und demnach nicht als Liquiditätsmaß im engeren Sinne zu verstehen, wenngleich hohe Transaktionskosten mit niedriger Liquidität assoziiert werden:



Aus der Darstellung des Bid-Ask-Spreads wird ersichtlich, dass die täglichen Bid-Ask-Spreads im Betrachtungszeitraum vom 5. Mai 2012 bis zum 5. Mai 2017 tendenziell leicht abnehmen. Sinkende Bid-Ask-Spread sind im Allgemeinen mit höheren Handelsvolumen und dadurch einer höheren Liquidität in Verbindung zu bringen. Im letzten Jahr des Betrachtungszeitraums liegt der durchschnittliche Bid-Ask-Spreads bei 0,12%, was für eine hohe Handelsaktivität der Drillisch-Aktie spricht. Vergleichsweise liquide Aktien, die im DAX oder CDAX notiert sind, weisen im Median einen Bid-Ask-Spread von 0,30% für den DAX und 1,25% für den CDAX aus. Insgesamt liegt der Bid-Ask-Spread im Betrachtungszeitraum unter dem durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der DAX-Unternehmen, so dass hieraus auf eine hohe Liquidität der Drillisch-Aktien geschlossen werden kann.

Nach Interpretation der zuvor zitierten Rechtsprechung sind im Sinne „juristischer Liquiditätskriterien“ keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der Aktie im Referenzzeitraum gegeben, da die Aktie an ausreichend vielen Handelstagen gehandelt wurde, d.h. der Börsenkurs festgestellt werden konnte, und die Börsenkurse auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen aufwiesen.¹³¹ Auch aus rein ökonomischer Sicht ist der Aktienhandel im Referenzzeitraum 6. Mai 2012 bis zum 5. Mai 2017 in seiner Liquidität nicht limitiert.

¹³¹ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV.

6. BEWERTUNG DER 1&1 SE

6.1. Plausibilisierung der Unternehmensplanung

6.1.1. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

Die Planung von 1&1 erfolgt durch einen Planungsprozess bestehend aus strategischer Mittelfristplanung inklusive Grobplanung und einer Feinplanung für das nächste Geschäftsjahr. Die strategische Mittelfristplanung erfolgt nach dem Top-Down-Ansatz und stellt dabei die Ausgangsbasis des Planungsprozesses dar. Hierbei werden die Eckpunkte der Geschäftstätigkeit der kommenden drei Jahre festgelegt. Die strategische Mittelfristplanung wird jeweils im Juli eines jeden Jahres abgestimmt und ist bindend für alle Segmente im Konzern. Für die Zwecke dieser Transaktion wurde die Planung auf fünf Jahre erweitert.

Der zweite Schritt beinhaltet eine feinere Planung nach dem Bottom-Up-Ansatz in Form eines Grobplans für das nächste Geschäftsjahr, diese Grobplanung ist gleichzeitig Teil der strategischen Mittelfristplanung. Zur Erstellung der Mittelfristplanung und Grobplanung werden von den einzelnen Kostenstellenverantwortlichen bis Ende Juli Eckdaten wie z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT etc. zur Verfügung gestellt. Bis Ende August erfolgt die Abgabe der Intercompany-Leistungsbeziehungen. Im September werden in Abstimmungsrunden Entwürfe für die Mittelfristplanung erstellt. Die Ergebnisse werden jeweils über einen Request-for-Change-Prozess (RFC) in das Planungstool (TM1) eingespielt. Etwaige Updates müssen bis Ende September wiederum über den RFC-Prozess in das Planungstool eingespielt werden. Bei größerem Anpassungsbedarf wird eine Wertanpassung auf den Ebenen Umsatz, LEK Produkte, Verwaltung oder Vertragsbestand durchgeführt.

Aus der Mittelfristplanung inklusive Grobplanung wird im nächsten Schritt eine Feinplanung für das folgende Geschäftsjahr erstellt. Dazu werden bis Mitte November des jeweiligen Jahres sämtliche relevante Finanzdaten und KPI's in das Planungstool eingespielt. Nach weiteren internen Abstimmungsrunden wird die Feinplanung im Rahmen der Aufsichtsratssitzung im Dezember final beschlossen.

Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planungsrechnung von 1&1 umfasst die Jahre 2017 bis 2021. Die Budgetplanung wurde am 13. Dezember 2016 dem Aufsichtsrat zur Kenntnisnahme vorgelegt. Die Planungsrechnung besteht aus einer Deckungsbeitragsrechnung. Für Zwecke dieser Transaktion wurde zusätzlich eine Bilanzplanung erstellt.

Für die Bewertung wurde die geplante Deckungsbeitragsrechnung bis zum EBIT übernommen. Das Finanzergebnis wurde eigenständig auf Basis des sich im Planungszeitraum unter Berücksichtigung der Ausschüttungen ergebenden Bestands an liquiden Mitteln und des Finanzierungsbedarfs der Periode geplant. Entsprechend wurde bei der Bilanzplanung ebenfalls eine eigenständige Ableitung des Bestands an liquiden Mitteln vorgenommen. Darüber hinaus wurde die Planung um Steueraufwendungen ergänzt. Für die Planung der Steuern wurde auf die mitgeteilte durchschnittliche Konzernsteuerrate von 29,69% abgestellt. Die Annahmen zu sonstigen Posten der Bilanz sowie der Ge-

winn- und Verlustrechnung sind unverändert übernommen worden. Zu Darstellungs- und Vergleichszwecken wurde die vorliegende Deckungsbeitragsplanung durch Umgliederungen in eine Gewinn- und Verlustrechnung nach dem Umsatzkostenverfahren überführt.

6.1.2. Analyse der Planungsrechnung

Die Planungsrechnung von 1&1 wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunktbezogenen Kennzahlenanalysen und Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	2.020	2.255	2.431	2.671	2.889	3.123	3.337	3.522	7,7%
Wachstum (in %)	-	11,6%	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%	5,6%	
Umsatzkosten	1.462	1.558	1.699	1.886	2.032	2.200	2.324	2.468	7,8%
Rohhertrag	558	697	733	785	856	922	1.013	1.054	7,5%
Marge (in %)	27,6%	30,9%	30,1%	29,4%	29,6%	29,5%	30,4%	29,9%	
Vertriebs-, Verwaltungs- und allg. Kosten	312	396	356	335	344	356	361	367	0,6%
Sonstige betriebliche Erträge	23	19	23	21	22	22	22	23	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8	28	19	17	23	24	25	26	6,1%
EBIT	261	292	380	454	510	564	649	685	12,5%
Marge (in %)	12,9%	12,9%	15,6%	17,0%	17,7%	18,1%	19,5%	19,4%	
Abschreibungen	23	22	9	18	20	26	26	26	25,2%
EBITDA - nachrichtlich	284	314	389	472	531	590	675	711	12,8%
Marge (in %)	14,0%	13,9%	16,0%	17,7%	18,4%	18,9%	20,2%	20,2%	
Finanzergebnis	-9	-18	-11	-6	-2	-2	-4	-3	n.a.
Außerordentliches Ergebnis	119	-	-	-	-	-	-	-	n.a.
Aufwendungen aus Gewinnabführung	119	1	1	-	-	-	-	-	n.a.
Ergebnis vor Ertragsteuern	252	273	369	448	508	562	645	682	13,1%
Marge (in %)	12,5%	12,1%	15,2%	16,8%	17,6%	18,0%	19,3%	19,4%	
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	81	85	112	133	151	167	191	202	12,6%
Effektive Steuerrate (in %)	32,3%	31,2%	30,3%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	
Jahresüberschuss	170	188	257	315	357	395	453	479	13,3%
Marge (in %)	8,4%	8,3%	10,6%	11,8%	12,4%	12,7%	13,6%	13,6%	
Auf nicht-beherrschende Anteile entfallend	-	28	39	-	-	-	-	-	

6.1.2.1. Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse werden durch 1&1 anhand der Bereiche Festnetz, Mobilfunk und sonstige Umsatzerlöse geplant. Die Entwicklung der Umsatzerlöse stellt sich im Planungszeitraum wie folgt dar:¹³²

Umsatzerlöse - Aufteilung

In EUR Mio.	Historie			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Festnetz	1.270	1.317	1.337	1.455	1.522	1.580	1.646	1.700	4,3%
Mobilfunk	732	905	1.075	1.197	1.365	1.541	1.689	1.820	12,4%
Sonstiges	3	3	3	20	2	2	2	2	-8,1%
Umsatzerlöse	2.020	2.255	2.431	2.671	2.889	3.123	3.337	3.522	7,7%
Wachstum (in %)	<i>n.a</i>	11,6%	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%	5,6%	

Insgesamt steigen die Umsatzerlöse im Planungszeitraum von EUR 2.431 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 3.522 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 7,7% über alle Produktgruppen.

Der Anteil des Bereichs Festnetz am Gesamtumsatz nimmt von ca. 55% im Jahr 2016 auf 48% im Jahr 2021 ab, wohingegen der Anteil am Gesamtumsatz des Bereichs Mobilfunk von ca. 45% im Jahr 2016 auf ca. 52% im Jahr 2021 ansteigt. Die sonstigen Umsatzerlöse nehmen von EUR 3 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 2 Mio. im Jahr 2021 ab und sind bis auf das Jahr 2017 unbedeutend.

Die Entwicklung der Umsatzerlöse im Planungszeitraum ist durch das geplante Nettokundenwachstum (Vertragsbestand) im Bereich Festnetz und Mobilfunk gekennzeichnet. Im Bereich Mobilfunk wird mit einer deutlich höheren durchschnittlichen Wachstumsrate des Vertragsbestands im Planungszeitraum geplant als im Bereich Festnetz.

Dadurch geht 1&1 neben dem absoluten Wachstum des Kundenbestandes gleichzeitig von einem Anstieg des Marktanteils im Mobilfunkmarkt aus. Der Grund für den Anstieg des Kundenbestandes ist die Positionierung von 1&1 als servicestarker Player im Value Segment im Mobilfunkmarkt verbunden mit der zunehmenden Nachfrage nach kostengünstigeren Mobilfunkverträgen im Vergleich zu den Wettbewerbern im High-end Segment, insbesondere bei Verträgen mit hochwertigen Endgeräten. Diese Entwicklung zeigt sich auch in dem seit dem Jahr 2014 beobachtbaren Marktanteils-gewinn der MVNOs.

Für die Plankalkulation der Umsatzerlöse über Preis und Menge im Planungszeitraum werden inklusive der Erlöse aus Hardwareverkauf leicht fallende Umsatzerlöse je Kunde (ARPU) in den Bereichen Festnetz und Mobilfunk im Einklang mit der historischen Tendenz des Gesamtmarkts angenommen, die auf den Wettbewerbsdruck aus dem Discount Segment und Regulierungsänderungen zurückzuführen ist.¹³³ Auch im Bereich Festnetz plant 1&1 mit einem leicht rückläufigen ARPU. Dies entspricht der auf dem Festnetzmarkt beobachtbaren Tendenz leicht rückläufiger ARPU im Festnetzmarkt.

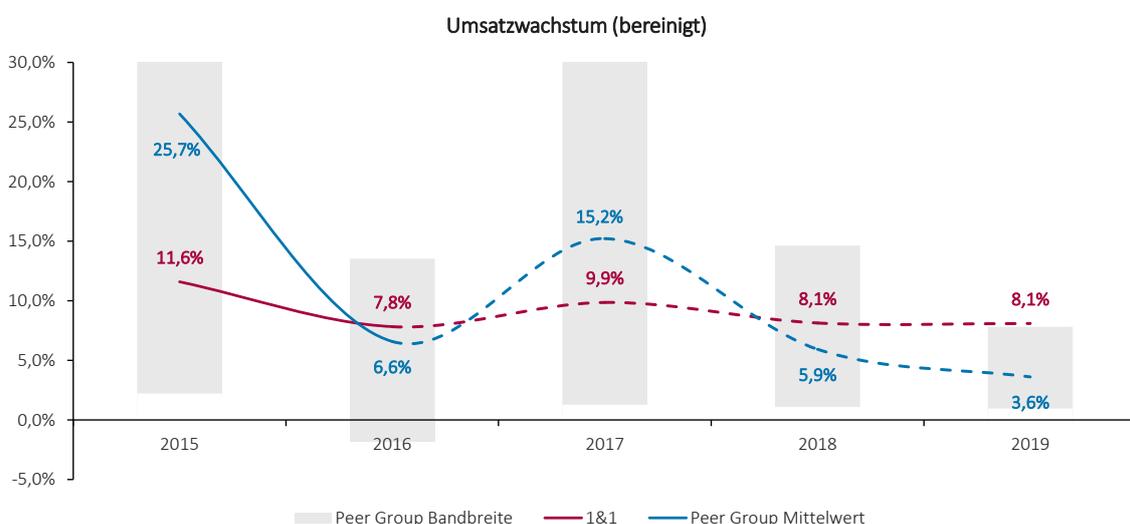
¹³² Umsatzerlöse gesamt beinhalten Überleitungsdifferenzen zwischen Accounting und Controlling in der Historie, die im Wesentlichen aus Umsatzerlöse mit anderen Unternehmen innerhalb der United Internet Gruppe erzielt wurden.

¹³³ Siehe Kapitel 2.2.1.

Im Bereich Festnetz geht 1&1 von einem moderaten Anstieg des Vertragsbestands auf historischem Niveau bis zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2021 aus. Hintergrund ist die historisch niedrige Kündigungsrate bei 1&1 in Verbindung mit der hohen Akquise von Neukunden. So wuchs der Kundenbestand im Bereich Festnetz von 3.778 Tsd. Verträgen im Jahr 2011 auf 4.130 Tsd. Verträge im Jahr 2016, wobei sich auch der Anteil von 1&1 am Gesamtmarkt Breitband erhöhte.

Da sich 1&1 im Mobilfunk Bereich vor allem über den Kundenservice von den Wettbewerbern als Preis-/Leistungsführer mit Fokus auf Leistung differenziert, geht 1&1 davon aus, dass die Kündigungsrate im Vergleich zu anderen MVNOs und MNOs in Deutschland gering bleibt.

In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Umsatzerlöse von 1&1 mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen.



Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in den Jahren 2015 und 2016 im Durchschnitt bei 25,7% und 6,6%, wobei das starke Wachstum von Drillisch den Wert im Jahr 2015 nach oben verzerrt. Das Wachstum der Umsatzerlöse von 1&1 lag bei 11,6% bzw. 7,8% in den Jahren 2015 und 2016, was aus dem hohen Nettowachstum des Vertragsbestands im Bereich Mobilfunk i.H.v. 887 Tsd. (34,2%) im Jahr 2015 und 830 Tsd. (23,8%) im Jahr 2016 folgt.

Das durchschnittliche Umsatzwachstum der Peer Group-Unternehmen liegt auf Basis der Analystenschätzungen im Mittelwert bei 15,2% im Jahr 2017. In den Jahren 2018 und 2019 prognostizieren die Analysten für die Peer Group-Unternehmen im Mittel Wachstumsraten von 5,9% bzw. 3,6%. Der Peer Group-Mittelwert im Jahr 2017 ist ebenfalls vom hohen Wachstum von Drillisch beeinflusst. Das erwartete Umsatzwachstum von 1&1 mit Wachstumsraten von 9,9% im Jahr 2017 und 8,1% im Jahr 2018 und 2019 liegt, mit Ausnahme des Jahres 2017 am oberen Ende der Peer Group-Unternehmen. Insgesamt weist 1&1 hohe Wachstumsraten der Umsatzerlöse in der Vergangenheit und im Zeitraum der Analystenschätzungen aus. Die Ursache des hohen, geplanten Umsatzwachstums von 1&1 ist im Wesentlichen, wie in der Historie, das hohe Nettowachstum des Vertragsbestands im Bereich Mobilfunk. 1&1 konnte in der Vergangenheit die

hohen Zuwächse aufgrund ihrer Positionierung als Preis-/Leistungsführer mit Fokus auf Leistung im Value Segment und der Konzentration auf hochwertigen Kundenservice realisieren.

6.1.2.2. Rohertrag

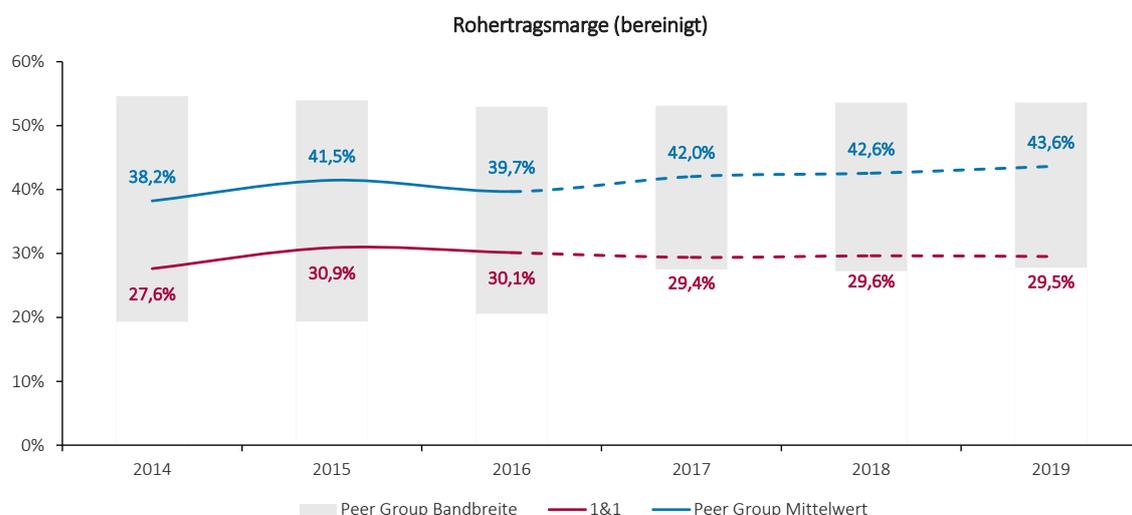
Der Planung des Rohertrags von 1&1 liegt, analog zur Planung der Umsatzerlöse, ein detailliertes Preis-/Mengengerüst zugrunde, welches insbesondere im Bereich Mobilfunk die geplanten Abnahmemengen und Konditionen der MVNO-Verträge mit Telefónica und Vodafone sowie die Einkaufskonditionen im Bereich Festnetz berücksichtigt.

Die Entwicklung des Rohertrags ist wie folgt geplant:

Rohertrag

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	2.020	2.255	2.431	2.671	2.889	3.123	3.337	3.522	7,7%
Wachstum (in %)	-	11,6%	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%	5,6%	
Umsatzkosten	1.462	1.558	1.699	1.886	2.032	2.200	2.324	2.468	7,8%
Rohertrag	558	697	733	785	856	922	1.013	1.054	7,5%
Marge (in %)	27,6%	30,9%	30,1%	29,4%	29,6%	29,5%	30,4%	29,9%	

Die Umsatzkosten steigen von EUR 1.699 Mio. im Jahr 2016 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 7,8% p.a. auf EUR 2.468 Mio. im Jahr 2021. Da die Umsatzerlöse nahezu proportional mit einer Wachstumsrate von 7,7% p.a. im gleichen Zeitraum steigen, liegt die Rohertragsmarge relativ konstant zwischen 29,4% und 30,4%. Die Rohertragsmargen für die Bereiche Festnetz und Mobilfunk sind in der Planungsperiode ebenfalls stabil, wobei sich das Segment Mobilfunk deutlich margenstärker als das Segment Festnetz zeigt. Hintergrund sind stabile Einkaufskonditionen auf Basis langfristiger Verträge für Vorleistungen im Festnetz und Mobilfunk, die die Umsatzkosten maßgeblich prägen.



Das Benchmarking der Rohertragsmargen der Peer Group-Unternehmen mit der Rohertragsmarge von 1&1 zeigt, dass sich die Rohertragsmarge von 1&1 historisch und im Zeitraum der Analystenschätzungen am unteren Ende befindet, jedoch insgesamt innerhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen liegt. Die Rohertragsmarge der Peer Group-Unternehmen liegt in den Jahren 2017 bis 2019 im Mittelwert zwischen 42,0% und 43,6%. Dagegen liegt die Rohertragsmarge von 1&1 zwischen 29,4% und 29,6%. Dies ist durch das hohe Niveau an bezogenen Leistungen und den margenschwächeren Festnetzbereich zu begründen, in dem die Peer Group-Unternehmen Drillisch und Freenet nicht tätig sind.

6.1.2.3. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

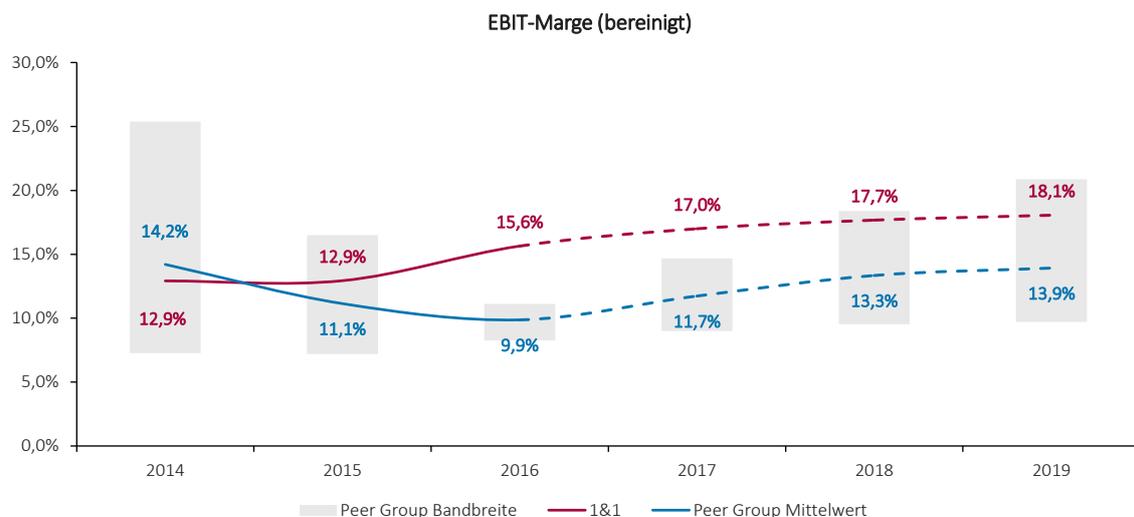
Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis der Gesellschaft führen, analysiert.

EBIT

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung				CAGR	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Umsatzerlöse	2.020	2.255	2.431	2.671	2.889	3.123	3.337	3.522	7,7%
Wachstum (in %)	-	11,6%	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%	5,6%	
Umsatzkosten	1.462	1.558	1.699	1.886	2.032	2.200	2.324	2.468	7,8%
Rohertrag	558	697	733	785	856	922	1.013	1.054	7,5%
Marge (in %)	27,6%	30,9%	30,1%	29,4%	29,6%	29,5%	30,4%	29,9%	
Vertriebs-, Verwaltungs- und allg. Kosten	312	396	356	335	344	356	361	367	0,6%
Sonstige betriebliche Erträge	23	19	23	21	22	22	22	23	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8	28	19	17	23	24	25	26	6,1%
EBIT	261	292	380	454	510	564	649	685	12,5%
Marge (in %)	12,9%	12,9%	15,6%	17,0%	17,7%	18,1%	19,5%	19,4%	

Das EBIT steigt im Planungszeitraum von EUR 380 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 685 Mio. im Jahr 2021. Dies geht einher mit einem Anstieg der EBIT-Marge von 15,6% im Jahr 2016 auf 19,4% im Jahr 2021. Die Verbesserung der EBIT-Marge ist auf eine nahezu konstante Entwicklung der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten im Planungszeitraum zurückzuführen. Diese sinken im Jahr 2017 um EUR 21 Mio. im Vergleich zum Vorjahr. Gleichzeitige Veränderungen der sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen kompensieren sich nahezu. Insgesamt führen diese Effekte zu einer Erhöhung der EBIT-Marge von 15,6% im Jahr 2016 auf 17,0% im Jahr 2017. Im weiteren Verlauf steigt die EBIT-Marge aufgrund der um durchschnittlich 0,6% p.a. nur leicht ansteigenden Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten weiter an. Dies führt zu einem EBIT-Wachstum i.H.v. durchschnittlich 12,5% p.a. über den Planungszeitraum. Ursache des nur leichten Anstiegs der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten ist die bessere Auslastung automatisierter und standardisierter Prozesse im Vertriebs- als auch Verwaltungsbereich.

Die Personalaufwandsquote innerhalb des Vertriebs- und Verwaltungsbereichs ist über den Planungszeitraum von 2017 bis 2021 konstant, was dazu führt, dass die Personalaufwendungen proportional zu den Umsatzerlösen anwachsen. Dieser Anstieg der Personalaufwendungen ist bedingt durch das hohe Wachstum an Kunden und den damit verbundenen notwendigen Serviceleistungen.



Die EBIT-Marge von 1&1 lag im Jahr 2014 mit 12,9% unter dem Mittelwert der Peer Group-Unternehmen. Im Folgejahr bleibt die EBIT-Marge konstant, steigt auf 15,6% im Jahr 2016 und auf 18,1% im Jahr 2019 an und verbleibt damit am oberen Ende der Peer Group Bandbreite. Der Verlauf der EBIT-Marge ist auf die stabile Rotertragsmarge und die im Verlauf sinkende Quote der Verwaltungs- und allgemeinen Kosten zurückzuführen. Zudem liegt die geplante Personalaufwandsquote unterhalb des historischen Medians der Peer Group-Unternehmen.

Die Planung der Abschreibungen ist im Wesentlichen auf die planmäßige Abschreibung der Betriebs- und Geschäftsausstattung und Abschreibungen des von Versatel übernommenen Massenmarktgeschäfts zurückzuführen. Insgesamt betragen die Abschreibungen EUR 9 Mio. im Jahr 2016 und erhöhen sich bis zum Jahr 2021 auf EUR 26 Mio. Die Summe der geplanten Abschreibungen im Planungszeitraum liegt auf dem Niveau der Abschreibungen der Jahre 2014 und 2015.

Das EBITDA steigt im Planungszeitraum von EUR 389 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 711 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate des EBITDA von 12,8% im Planungszeitraum 2016 bis 2021.

6.1.2.4. Finanzergebnis

Die Planung des Finanzergebnisses ist nicht durch 1&1 erfolgt, sondern durch eine gesonderte Finanzbedarfsrechnung im Rahmen der Bewertung erstellt worden. Im Jahr 2017 trägt 1&1 die bis zum 12. Mai 2017 aufgelaufenen Zinsen für die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen i.H.v. EUR 5,7 Mio. In den Folgejahren ergeben sich Zinsaufwendungen aufgrund des zur Finanzierung der geplanten Ausschüttungspolitik notwendigen Finanzierungsbedarfs. Die Ausschüttungspolitik sieht Dividenden in voller Höhe der Jahresüberschüsse vor. Weiterhin umfasst das geplante Finanzergebnis Erträge aus der Verzinsung der operativen Mindestliquidität im Planungszeitraum i.H.v. bis zu EUR 0,2 Mio. in den Jahren 2018 bis 2021.

6.1.2.5. Jahresüberschuss

Die Ertragsteuern von 1&1 setzen sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag zusammen. Für die Steuerberechnung auf das Konzernergebnis vor Steuern (EBT) wird ein Mischsatz der Standorte Montabaur, Karlsruhe, Zweibrücken, Berlin und München basierend auf den folgenden Steuersätzen angesetzt:

- Gewerbesteuerhebesatz: 370-490%
- Körperschaftsteuersatz: 15,0%
- Solidaritätszuschlag: 5,5%

Insgesamt ergibt sich damit im Mittel ein Ertragsteuersatz i.H.v. 29,7%. Zum Bewertungsstichtag bestehen Verlustvorträge i.H.v. EUR 0,7 Mio.

Die geplanten Steuern vom Einkommen und vom Ertrag steigen von EUR 112 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 202 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht im Zeitraum vom Jahr 2017 bis zum Jahr 2021 einer konstanten effektiven Steuerrate von 29,69%, was dem durchschnittlichen Konzernsteuersatz unter Berücksichtigung der verschiedenen Betriebsstätten entspricht.

Der Jahresüberschuss steigt von EUR 257 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 479 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einem Wachstum der Marge von 10,6% im Jahr 2016 auf 13,6% im Jahr 2021.

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallende Gewinn- oder Verlustanteile liegen im Planungszeitraum nicht vor.

6.1.2.6. Bilanzplanung

In einem weiteren Schritt werden im Folgenden die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen von 1&1 für die Jahre 2017 bis 2021 analysiert:

Bilanz

Aktiva	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
in EUR Mio.									
Imm. Vermögenswerte und Sachanlagen	23	15	128	121	114	151	140	129	0,2%
Anteile an verbundenen Unternehmen	772	822	-	-	-	-	-	-	
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	402	304	10	14	15	15	16	16	
Langfristige latente Steueransprüche	80	87	92	111	113	126	130	130	7,3%
Finanzanlagen	1.253	1.213	101	126	128	141	146	146	7,6%
Abgegrenzte Aufwendungen (langfristig)	27	90	108	156	171	205	159	99	-1,7%
Anlagevermögen	1.304	1.318	337	402	413	497	445	374	2,1%
Vorräte	42	42	39	41	45	49	51	55	7,0%
Ford. aus Liefer. und Leist. (netto)	84	95	109	110	118	127	135	142	
Ford. geg. verbundene Unternehmen	125	5	4	4	4	4	4	4	
Forderungen	209	100	113	114	122	131	139	146	5,3%
Liquide Mittel	1	1	-	13	14	16	17	18	-
Abgegrenzte Aufwendungen	10	14	37	52	56	67	72	72	
Sonstige nicht finanzielle Vermögenswerte	0	26	8	8	8	8	8	8	
Sonstiges Umlaufvermögen	10	41	45	60	64	76	80	80	12,1%
Umlaufvermögen	262	183	198	228	245	271	288	299	8,6%
Summe Aktiva	1.565	1.501	535	630	658	768	732	673	4,7%

Anlagevermögen

Die Bilanzsumme nimmt im Planungszeitraum von EUR 535 Mio. im Jahr 2016 um durchschnittlich 4,7% jährlich auf EUR 673 Mio. im Jahr 2021 zu, wobei sich das Anlagevermögen von EUR 337 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 374 Mio. im Jahr 2021 und das Umlaufvermögen von EUR 198 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 299 Mio. im Jahr 2021 ansteigt. Für Bewertungszwecke wurde der im Mai 2017 erfolgte Zugang des Kundenstamms aus dem Versatel-Massenmarktgeschäft bereits zum 31. Dezember 2017 abgebildet.

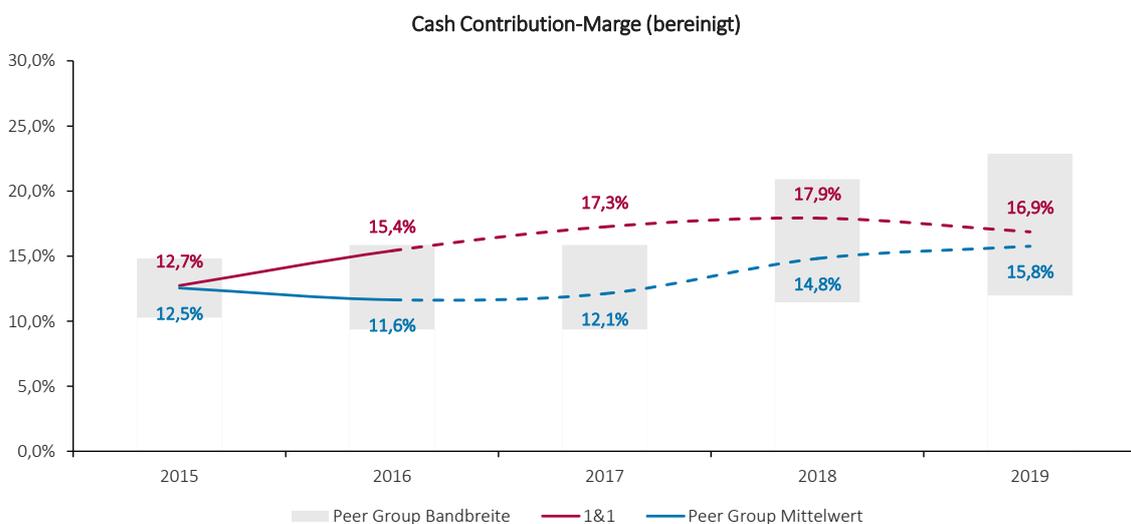
Latente Steueransprüche resultieren vor allem aus der unterschiedlichen steuerlichen und handelsrechtlichen Behandlung von Hardware-Subventionen. Der Posten steigt bedingt durch das geplante Wachstum im Planungszeitraum von EUR 92 Mio. auf EUR 130 Mio. an. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte umfassen im Wesentlichen Forderungen gegenüber Vorleistern und debitorische Kreditoren.

Die abgegrenzten langfristigen Aufwendungen enthalten im Wesentlichen Zahlungen für Vorleistungen für Kapazitätseinkauf für VDSL-Zugänge. Sie steigen im Planungszeitraum zunächst von EUR 108 Mio. im Jahr 2016 bis auf EUR 205 Mio. im Jahr 2019 und fallen anschließend bis auf

EUR 99 Mio. Die Entwicklung ergibt sich aus der vereinbarten Laufzeit für die Nutzung der Kapazitäten.

Die Investitionen von 1&1 betragen im Geschäftsjahr 2017 EUR 11 Mio. und steigen im Planungszeitraum auf EUR 15 Mio., was rd. 0,5% der Umsatzerlöse entspricht. Der Großteil der Investitionen entfällt auf die in dem Posten immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen enthaltene Betriebs- und Geschäftsausstattung wie bspw. Software-Lizenzen. Im Jahr 2019 fällt zudem eine einmalige Investition für Baukostenzuschüsse i.H.v. EUR 50 Mio. an.

Zur Plausibilisierung des Brutto-Investitionsvolumens wird die Cash Contribution-Marge als EBITDA-Marge abzüglich der Investitionsquote analysiert.



Die Cash Contribution-Marge von 1&1 steigt von 12,7% im Jahr 2015 auf schließlich auf 16,9% im Jahr 2019. Die Cash Contribution-Marge der Peer Group-Unternehmen entwickelt sich von 12,5% im Jahr 2015 zunächst rückläufig auf 11,6% im Jahr 2016 und anschließend wieder ansteigend bis auf 15,8% im Jahr 2019. Die Cash Contribution-Marge von 1&1 liegt insgesamt über dem Mittelwert der Peer Group-Unternehmen jedoch innerhalb der Peer Group-Bandbreite und ist Resultat der niedrigen Investitionsquote im Planungszeitraum.

Umlaufvermögen

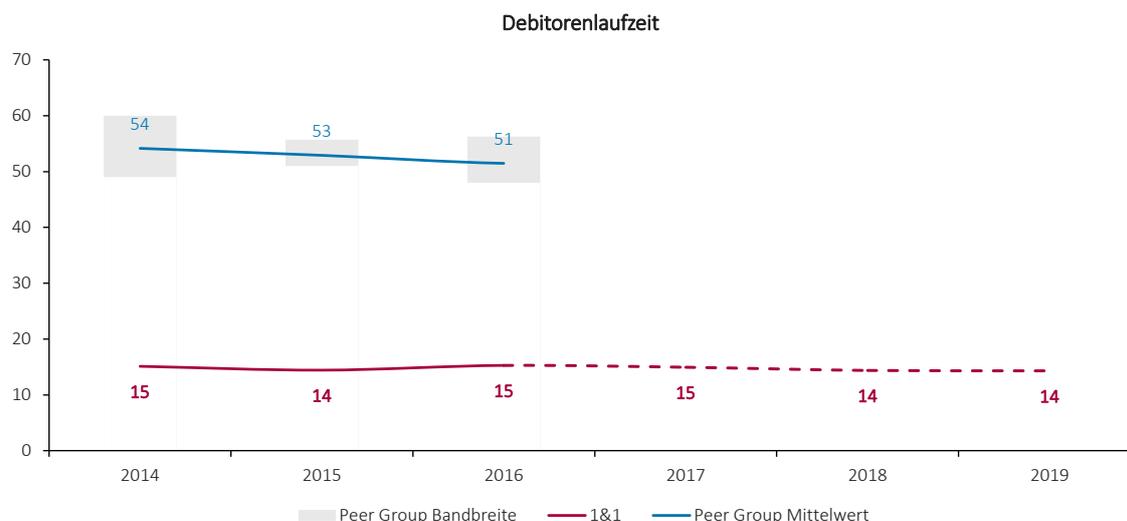
Das Umlaufvermögen von 1&1 steigt von EUR 198 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 299 Mio. im Geschäftsjahr 2021. Der Anstieg entspricht einem jährlichen Wachstum von 8,6%.

Die liquiden Mittel steigen bis auf EUR 18 Mio. im Jahr 2021 an. Historisch stellte 1&1 den Liquiditätsbedarf durch die Nutzung des Cash Pools des United Internet-Konzerns sicher. Im Planungszeitraum ist die Nutzung des Cash Pools nicht mehr vorgesehen, so dass für Bewertungszwecke ein operativer Mindestkassenbestand i.H.v. 0,5% der Umsatzerlöse angenommen wird.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhen sich von EUR 109 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 142 Mio. im Jahr 2021. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate

i.H.v. 5,5%. Die Debitorenlaufzeit sinkt ausgehend von 15 Tagen im Jahr 2016 bis zum Jahr 2021 auf 14 Tage leicht ab. Die verhältnismäßig niedrige Debitorenlaufzeit wird durch die tägliche Rechnungsstellung realisiert, bei der Vertragskunden die Grundgebühren auf Basis kundenindividueller Rechnungszeiträume für einen Monat (beginnend mit dem jeweiligen Montag des erstmaligen Vertragsabschlusses) im Voraus berechnet werden. Die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen, die im Wesentlichen aus Dienstleistungen und Raumkosten entstehen, werden auf dem Niveau des Jahres 2016 i.H.v. EUR 4 Mio. konstant fortgeplant.

Zur Plausibilisierung der Entwicklung des Forderungsbestands wird dieser, als wesentlicher Bestandteil des aktiven Working Capital, einem Benchmarking mit der Peer Group unterzogen:



Die Debitorenlaufzeit der Peer Group liegt in den Jahren von 2014 bis 2016 zwischen 51 Tagen und 54 Tagen. Bei 1&1 zeigt die Debitorenlaufzeit einen konstanten Verlauf von 14 bzw. 15 Tagen in den Jahren 2014 bis 2019. Die geplanten Debitorenlaufzeiten liegen deutlich unterhalb der Bandbreite der historischen Werte der Peer Group-Unternehmen. Die vergleichsweise niedrige Debitorenlaufzeit von 1&1 ergibt sich durch kundenindividuelle Rechnungszeiträume und der Abrechnung der tariflichen Grundgebühren im Voraus.

Des Weiteren setzt sich das Umlaufvermögen aus Vorräten zusammen. 1&1 plant, dass sich die Vorräte von EUR 39 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 55 Mio. im Jahr 2021 erhöhen. Dies ergibt ein mit der Umsatzerlösentwicklung leicht unterproportionales jährliches Wachstum von 7,0%.

Das sonstige Umlaufvermögen beinhaltet Forderungen gegenüber dem Finanzamt aus gezahlter anrechenbarer Kapitalertragsteuer und den kurzfristigen Bestandteil der abgegrenzten Aufwendungen aus den Investitionen in Layer 2 und Layer 3-Vorleistungsprodukte der Telekom. Insgesamt steigt das sonstige Umlaufvermögen im Planungszeitraum von EUR 45 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 80 Mio. an.

Die Passiva der Bilanz beinhalten neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet:

Bilanz

Passiva

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Eigenkapital	-857	-670	215	215	215	215	215	215	-
Steuerrückstellungen	100	104	11	12	13	14	14	15	
Sonstige Rückstellungen	8	22	17	19	20	22	23	25	
Rückstellungen	109	125	29	30	33	35	38	40	6,8%
Kontokorrentkredit	-	-	-	85	85	166	111	26	
Verb. ggü. verbundenen Unternehmen (kfr.)	365	693	-	-	-	-	-	-	
Verb. ggü. verbundenen Unternehmen (lfr.)	1.673	1.034	-	-	-	-	-	-	
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.038	1.727	0	85	85	166	111	26	n.a.
Verb. aus Lieferungen und Leistungen	211	248	214	222	244	266	280	299	
Erhaltene Anzahlungen	4	3	3	3	3	3	4	4	
Abgegrenzte Erlöse	38	42	47	48	51	55	59	62	
Sonstige Verbindlichkeiten	23	26	27	27	27	27	27	27	
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	276	319	291	300	325	351	369	392	6,2%
Summe Passiva	1.565	1.501	535	630	658	768	732	673	4,7%

Das Eigenkapital verbleibt im Planungszeitraum konstant bei EUR 215 Mio.¹³⁴, da der Jahresüberschuss zu 100% als Dividende ausgeschüttet wird.

Der Bilanzposten Rückstellungen besteht aus Steuerrückstellungen, sonstigen Rückstellungen, die im Wesentlichen aus Gewährleistungsrückstellungen, Rückstellungen für Prozesskosten und Rückstellungen für das Mitarbeiterarbeitsbeteiligungsprogramm bestehen. Die gesamten Rückstellungen betragen im Jahr 2016 EUR 29 Mio. und steigen bis auf EUR 40 Mio. im Jahr 2021.

Verbindlichkeiten

Auf Basis der vereinbarten Transaktionsstruktur bestehen zum Bewertungsstichtag keine verzinslichen Verbindlichkeiten. Aufgrund der geplanten Ausschüttungspolitik besteht im Jahr 2017 ein Finanzierungsbedarf i.H.v. EUR 85 Mio., welcher durch einen Kontokorrentkredit abgebildet wird. Der Finanzierungsbedarf sinkt bis auf EUR 26 Mio. im Jahr 2021.

Die unverzinslichen Verbindlichkeiten steigen von EUR 291 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 392 Mio. im Jahr 2021 an. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 6,2%. Ursächlich für den Anstieg sind die aufgrund der steigenden Umsatzerlöse wachsenden Verbindlichkeiten aus

¹³⁴ Vgl. Kapitel 3.2.3.2.

Lieferungen und Leistungen, im Wesentlichen gegenüber den Vorleistern. Diese steigen von EUR 214 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 299 Mio. im Jahr 2021.

Weitere unverzinsliche Verbindlichkeiten umfassen abgegrenzte Erlöse und erhaltene Anzahlungen, die sich im Planungszeitraum mit steigenden Umsatzerlösen erhöhen. Die abgegrenzten Erlöse, die Vorauszahlungen der Kunden umfassen, steigen von EUR 47 Mio. im Jahr 2016 auf EUR 62 Mio. im Jahr 2021 an.

Die sonstigen finanziellen und nicht finanziellen Verbindlichkeiten umfassen im Wesentlichen Gehaltszahlungen, Rückstellungen für Vertriebsprovisionen und kreditorische Debitoren. Der Bestand des Jahres 2016 von EUR 27 Mio. wird in der Planungsphase konstant fortgeplant.

6.1.2.7. Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

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. 1&1 positioniert sich als Preis-/Leistungsführer im Value Segment mit Fokus auf Leistung und Kundenservice, um ihren Kunden eine vergleichbare Leistung und Hardware wie bei Premiumanbietern zu attraktiveren Konditionen zu bieten. Das Wachstum des Kundenbestandes und der Umsatzerlöse in der Detailplanungsphase erscheint aufgrund der Positionierung von 1&1 mit dem Ausblick einer weiteren langfristigen Abnahme des Nettokundenwachstums als plausibel. Das attraktive Preis-/Leistungsangebot von 1&1 wird sowohl durch die in den Verträgen fixierten Einkaufskonditionen für Netzzorleistungen als auch durch effiziente automatisierte und standardisierte Prozesse ermöglicht, die insbesondere bei zunehmend steigender Anzahl an Kundenverträgen im Vertriebs- als auch Verwaltungsbereich zu Optimierungen führen.

Aufseiten der Bilanzplanung sind die Annahmen zu Debitoren- und Kreditorenlaufzeiten mit den entsprechenden Laufzeiten der Peer Group-Unternehmen unter Beachtung teils unterschiedlicher Geschäftsbereiche und den internen Prozessen nachvollziehbar. Zudem wachsen Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen insgesamt mit dem steigenden Geschäftsvolumen aufseiten der Umsatzerlöse und des Materialaufwandes. Die geplanten Investitionsquoten sind im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen zwar niedrig, aber aufgrund von Unterschieden in den Geschäftsmodellen der Peer Group-Unternehmen insgesamt plausibel.

Es wurden Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-/Mengengerüst, Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen erstellt. In Anbetracht dieser Analysen und den mit dem Management von 1&1 geführten Gesprächen sowie der Analyse des Planungsprozesses wird die Auffassung vertreten, dass die Planungsrechnung insgesamt vor dem Hintergrund einer weiteren Abnahme des Umsatzerlös- und Nettokundenwachstums in der Fortführungshase zwar in der Planperiode von 2017 bis 2021 ambitioniert, aber plausibel ist. Die Planungsrechnung wurde bis zum EBIT unangepasst übernommen.

6.2. Fortführungsphase

Bei der Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals anhand der DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst in der Regel 3-5 Jahre. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswertes von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Die Fortführungsphase beschreibt eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.¹³⁵ Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

Nachhaltige Wachstumsrate

Bei der Planungsrechnung von 1&1 handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.¹³⁶ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen. Die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate beträgt 0,5% p.a. und berücksichtigt sowohl inflationsbedingtes als auch reales Wachstum.

Annahmen in der Fortführungsphase

Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. aufgrund eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in der Fortführungsphase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen. Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesentlichen Werttreibern mehr ergeben. Auf diese Weise können außerordentliche

¹³⁵ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

¹³⁶ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Tz. A 390 f.

Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass langfristig alle Peer Group-Unternehmen auf ein durchschnittliches Marktniveau konvergieren.

1&1 befindet sich zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2021 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, so dass im Rahmen der Fortführungsphase Anpassungen zur Ableitung der nachhaltigen Höhe der zu diskontierenden Cashflows vorzunehmen sind.

1&1 plant im Zeitraum 2017 bis 2021 mit einem durchschnittlichen Wachstum der Umsatzerlöse im Segment Festnetz i.H.v. 4,3% und 12,4% im Segment Mobilfunk. Weiter plant 1&1 mit einer in etwa konstanten Rohertragsmarge. Die geplante Investitionsquote von 1&1 liegt in diesem Zeitraum, ausgenommen im Jahr 2019, bei 0,4% bis 0,5%. Im Rahmen der Planungsplausibilisierung wurden diese Posten mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Hierbei zeigt sich ein geringeres Umsatzwachstum der Peer Group für die Jahre 2015 bis 2019, das in Einklang mit dem historischen Wachstum der Umsatzerlöse für den gesamten Mobilfunk- und Festnetzmarkt steht. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Entwicklung der Umsatzerlöse bei 1&1 zum Ende der Planungsphase noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet. Weiter zeigen sich über das Benchmarking Unterschiede bei der Investitionsquote, die bei 1&1 von den Peer Group-Unternehmen in der Detailplanungsphase abweicht. 1&1 befindet sich damit bei den genannten Posten, vor dem Hintergrund der Annahme eines Marktniveaus, zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2021 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, so dass im Rahmen der Fortführungsphase Anpassungen zur Ableitung der nachhaltigen Höhe der zu diskontierenden Cashflows vorzunehmen sind. Diese Anpassungen werden barwertäquivalent im Jahr 2022, als dem Jahr der Fortführungsphase, vorgenommen.

In der Fortführungsphase wird in Bezug auf die Planung der Umsatzerlöse angenommen, dass sich das im Planungszeitraum geplante Nettowachstum der Kunden in den Bereichen Festnetz und Mobilfunk verlangsamen wird und die Umsatzerlöse langfristig mit der nachhaltigen Wachstumsrate i.H.v. 0,5% p.a. wachsen. Grund hierfür ist u.a. dass der Marktanteil der MVNOs, die sich auf das Value-Segment fokussieren, bei einem konstanten Gesamtmarktvolumen insgesamt nach oben begrenzt ist. Dies gilt auch für den Bereich Festnetz. Im deutschen Festnetzmarkt liegt das Wachstum noch unterhalb des Wachstums des gesamten deutschen Telekommunikationsmarktes. Zudem ist das Gesamtmarktvolumen unabhängig von der Anschlusstechnologie durch die Anzahl an Haushalten, von denen aktuell ca. 80% einen Breitbandanschluss besitzen, in Deutschland beschränkt.

In der Fortführungsphase befindet sich die Rohertragsmarge auf Peer Group-Niveau, was durch zunehmenden Wettbewerbsdruck begründet ist. 1&1 ist mit beiden Geschäftsbereichen, gemessen an den Gesamtumsatzerlösen, in weitestgehend gesättigten Märkten tätig. Entsprechend reduziert sich die durchschnittliche Rohertragsmarge (vor Berücksichtigung von Investitionen) in der Fortführungsphase auf 25,6%, wobei die Rohertragsmarge im Bereich Mobilfunk in etwa das Niveau der bei Drillisch nachhaltig geplanten Rohertragsmarge erreicht. Unterschiedliche Bilanzierungsmethoden in Bezug auf die Investitionen führen in der Fortführungsphase bei 1&1 im Vergleich zu Drillisch bei gleicher Investitionsquote zu höheren Aufwendungen und einer geringeren Investitionsquote. Die nachhaltig geplante Rohertragsmarge für den Bereich Mobilfunk (nach Berücksichtigung von Investitionen) liegt daher bei 1&1 ebenso wie die nachhaltig geplante Investitionsquote i.H.v. 0,5% signifikant unterhalb der bei Drillisch geplanten Referenzwerte.

Aufgrund der insgesamt ansteigenden Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten, liegt die EBIT-Marge insgesamt auf Peer Group-Niveau und beträgt in der Fortführungsphase 12,3%.

Das Finanzergebnis wird unverändert auf Basis der in der Detailplanung angenommenen Konditionen fortentwickelt. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag werden weiterhin mit einer durchschnittlichen effektiven Steuerquote von 29,7% fortentwickelt.

Bilanz

Das Anlagevermögen wird auf Basis der Buchwerte des letzten Planjahres 2021 und den geplanten Investitionen und Abschreibungen fortentwickelt. Die Investitionen betragen insgesamt 0,5% der Umsatzerlöse und entfallen auf den Bilanzposten immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen. Sonstige finanzielle Vermögenswerte, langfristige latente Steueransprüche und langfristige abgegrenzte Aufwendungen werden mit der nachhaltigen Wachstumsrate i.H.v. 0,5% p.a. fortgeschrieben.

Die Planung der Vorräte erfolgt in Abhängigkeit der Umsatzerlöse. Hierbei wird für Handelswaren die Vorratsdauer von ca. 8 Tagen des letzten Planjahres 2021 fortgeführt. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen werden als Nettoposten, nach Abzug der Wertberichtigungen, in Abhängigkeit der Umsatzerlöse fortgeführt. Hierbei wird langfristig eine Debitorenlaufzeit von 20 Tagen angenommen.

Die Planung der liquiden Mittel basiert analog zum Detailplanungszeitraum auf einem operativen Mindestkassenbestand von 0,5% der Umsatzerlöse. Zusätzlich findet die Planung unter Berücksichtigung einer Vollausschüttungsannahme statt. Sonstiges Umlaufvermögen wird in Abhängigkeit zu den Umsatzerlösen geplant.

Das Eigenkapital wird unter Berücksichtigung von wachstumsbedingter Thesaurierung fortgeplant. Kapitalmaßnahmen sind nicht vorgesehen. Im Jahr der Fortführungsphase werden wachstumsbedingte Thesaurierungen i.H.d. nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5% auf den Buchwert des Eigenkapitals berücksichtigt.

Rückstellungen bestehen aus Steuerrückstellungen und sonstigen Rückstellungen. Diese werden langfristig in Abhängigkeit zu den Umsatzerlösen geplant. Unverzinsliche Verbindlichkeiten bestehen im Wesentlichen aus den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Diesen werden in Abhängigkeit zu dem Materialaufwand geplant. Dabei wird langfristig eine Kreditorenlaufzeit von 30 Tagen angenommen. Sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten, wie die abgegrenzten Erlöse, erhaltenen Anzahlungen und sonstige Verbindlichkeiten, werden jeweils in Abhängigkeit zu den Umsatzerlösen geplant.

Insgesamt erfolgt damit die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und des daraus ableitbaren Cashflow-to-Equity vollständig integriert.

6.3. Übersicht wesentlicher Kennzahlen der Fortführungsphase

Abschließend wird die Gewinn- und Verlustrechnung dargestellt, die sich aufgrund der oben beschriebenen Prämissen für die Fortführungsphase ergibt:

Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.	Historie (bereinigt)			Planung					TV
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Umsatzerlöse	2.020	2.255	2.431	2.671	2.889	3.123	3.337	3.522	3.793
Wachstum (in %)	-	11,6%	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	6,9%	5,6%	n.a.
Umsatzkosten	1.462	1.558	1.699	1.886	2.032	2.200	2.324	2.468	2.821
Rohhertrag	558	697	733	785	856	922	1.013	1.054	972
Marge (in %)	27,6%	30,9%	30,1%	29,4%	29,6%	29,5%	30,4%	29,9%	25,6%
Vertriebs-, Verwaltungs- und allg. Kosten	312	396	356	335	344	356	361	367	463
Sonstige betriebliche Erträge	23	19	23	21	22	22	22	23	25
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8	28	19	17	23	24	25	26	69
EBIT	261	292	380	454	510	564	649	685	465
Marge (in %)	12,9%	12,9%	15,6%	17,0%	17,7%	18,1%	19,5%	19,4%	12,3%
Abschreibungen	23	22	9	18	20	26	26	26	21
EBITDA - nachrichtlich	284	314	389	472	531	590	675	711	486
Marge (in %)	14,0%	13,9%	16,0%	17,7%	18,4%	18,9%	20,2%	20,2%	12,8%
Finanzergebnis	-9	-18	-11	-6	-2	-2	-4	-3	-3
Außerordentliches Ergebnis	119	-	-	-	-	-	-	-	-
Aufwendungen aus Gewinnabführung	119	1	1	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	252	273	369	448	508	562	645	682	462
Marge (in %)	12,5%	12,1%	15,2%	16,8%	17,6%	18,0%	19,3%	19,4%	12,2%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	81	85	112	133	151	167	191	202	136
Effektive Steuerrate (in %)	32,3%	31,2%	30,3%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
Jahresüberschuss	170	188	257	315	357	395	453	479	327
Marge (in %)	8,4%	8,3%	10,6%	11,8%	12,4%	12,7%	13,6%	13,6%	8,6%
Auf nicht-beherrschende Anteile entfallend	-	28	39	-	-	-	-	-	-

6.4. Kapitalisierungszinssatz

Der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert.¹³⁷ Diese ergeben sich aus dem risikolosen Basiszinssatz vor persönlichen Steuern zuzüglich eines Risikozuschlags, der aus dem verschuldeten Betafaktor und der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern abgeleitet wird.

6.4.1. Eigenkapitalkosten

6.4.1.1. Basiszinssatz

Zu den Bewertungsstichtagen wird von einem einheitlichen Basiszinssatz von 1,25% ausgegangen.¹³⁸

6.4.1.2. Risikozuschlag

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert. Auf Basis eigenständiger Untersuchungen der Gesamrenditen am Kapitalmarkt wird grundsätzlich eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. von 7,25% vor persönlichen Steuern festgelegt. Diese wird für die Bewertung der Drillisch AG und der 1&1 SE einheitlich festgelegt.¹³⁹ Für die Bewertung gemäß IDW S 1 vor Steuern ziehen wir das obere Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie von 7,0% heran. Bei der Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern wurde eine Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% bis 6,0% verwendet.

Betafaktor

Die im vorherigen Kapitel diskutierte Marktrisikoprämie i.H.v. 7,0% ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

Da das Bewertungsobjekt keine börsennotierte Aktiengesellschaft darstellt, wird zur Ableitung des Betafaktors eine Analyse vergleichbarer Unternehmen und Branchen durchgeführt, um im Ergebnis auf den Betafaktor einer sogenannten Peer Group abstellen zu können. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch das Scoring – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives

¹³⁷ In Bezug auf die grundsätzliche Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen des Cashflow-to-Equity-Ansatzes wird auf die Ausführungen in Kapitel 5.4. „Kapitalisierungszinssatz“ verwiesen.

¹³⁸ Zur Ableitung des risikolosen Basiszinssatzes vgl. Kapitel 5.4.1.1. Basiszinssatz.

¹³⁹ Zur Begründung der Ableitung der MRP vgl. Kapitel 5.4.1.2. Risikozuschlag.

Risiko auf und kann demnach zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.

Anhand der durchgeführten Analysen zum Betafaktor der Peergroup-Unternehmen ermittelt sich ein unverschuldeter Betafaktor von 0,70 im Median und 0,69 im Durchschnitt.¹⁴⁰ Unter Berücksichtigung des zukünftigen Risikos des Geschäftsmodells von 1&1 wird ein unverschuldeter Betafaktor i.H.v. 0,70 festgelegt.

Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 7,0% und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,70 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 4,9%.

Die verschuldeten Eigenkapitalkosten betragen somit

$$1,25\% + 0,70 \times 7,0\% = 6,15\%.$$

6.4.2. Wachstumsabschlag

Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungs-posten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.

Bei der Planungsrechnung von 1&1 handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss demnach auf nominelles Wachstum, welches aus dem realen Wachstum und dem inflationsbedingten Wachstum abgeleitet wird, abgestellt werden. Zur Bestimmung der Wachstumsrate werden daher die prognostizierte Entwicklung der Inflationsrate und des BIPs¹⁴¹, die zukünftige Entwicklung der Mobilfunkbranche in Deutschland, die Marktpräsenz der Gesellschaft¹⁴² das Geschäftsmodell¹⁴³ und die Möglichkeiten, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels Preissteigerungen umsatzseitig an die Kunden weiter zu geben berücksichtigt.

Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiteren Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag ist die Gesellschaft auf

¹⁴⁰ Vgl. Kapitel 5.4.1.2

¹⁴¹ Vgl. Kapitel 2.1.

¹⁴² Vgl. Kapitel 2.2.

¹⁴³ Vgl. Kapitel 3.1.3.1.

Deutschland fokussiert. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls ausschließlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa. Bereits in der Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum regelmäßig um den durch die Zentralbanken angegebenen Zielwert schwankt.¹⁴⁴ Insbesondere im Zeitraum von 2012 bis 2016 wurde in Deutschland, dem einzigen Absatzmarkt von 1&1, das Inflationsziel lediglich in den Jahren 2011 und 2012 übertroffen. In den übrigen Jahren lag die Inflation in Deutschland z.T. deutlich unter 2,0%. Auch für den gesamten Euroraum ergibt sich ein ähnliches Bild. Der Ausblick für Deutschland sieht Preiswachstumsraten von 1,7% bis 2,4% für die Jahre 2017 bis 2022 vor. Für die Eurozone geht der IWF von einer Inflationsrate von 1,5% bis 1,9% für die Jahre 2017 bis 2022 aus.¹⁴⁵

Die Konjunkturaussichten des IWF für Deutschland und die Eurozone gehen von einem stabilen Wachstum des BIPs für die Jahre 2017 bis 2022 mit Wachstumsraten von jährlich 1,2% bis 1,7% aus.

In Bezug auf den Mobilfunkmarkt ist jedoch festzustellen, dass dieser, trotz verändertem Nutzerverhalten und steigenden Datenvolumina bei abnehmender Sprachtelefonie und SMS, insgesamt im Zeitraum 2007 bis 2016 nicht gewachsen ist, sondern mit Außenumsatzerlösen i.H.v. EUR 26,4 Mrd. stagniert ist. Darüber hinaus ist der Aufbau der Netzkapazitäten zur Abwicklung der steigenden Datenvolumina mit signifikanten Investitionen verbunden.

Gleichzeitig haben die MVNOs ihren Marktanteil im genannten Betrachtungszeitraum steigern können. Ein weiter Anstieg des Marktanteils und damit verbundenes reales Wachstum wird im Rahmen der Planung der Umsatzerlöse bis zum Jahr 2021 von 1&1 berücksichtigt. Langfristig ist jedoch davon auszugehen, dass sich das starke Umsatz- und Ergebniswachstum von 1&1 abschwächen wird. Aufgrund des bis zum Jahr 2021 bereits signifikant gesteigerten Marktanteils von 1&1 wird langfristig der Wettbewerbsdruck zunehmen und damit das Umsatz- und Ertragswachstum von 1&1 zurückgehen.

Der Festnetzmarkt zeigt insgesamt im Zeitraum 2007 bis 2016 eine rückläufige Gesamtumsatzentwicklung, trotz einer steigenden Gesamtanzahl an Breitbandanschlüssen. Weiter ist das Wachstum der Kundenzahlen langfristig nach oben durch die Anzahl der Haushalte begrenzt, wobei sich bereits im Jahr 2016 mit einer Quote von 0,8 Breitbandanschlüssen je Haushalt eine hohe Marktaktivierung ergibt. Wettbewerbsdruck besteht im Festnetzmarkt auch durch Kabelnetzbetreiber, die ebenfalls Breitbandanschlüsse anbieten und im Zeitraum 2007-2016 steigende Gesamtumsatzerlöse und Marktanteile verzeichneten. Langfristig ist damit davon auszugehen, dass sich das Umsatz- und Ertragswachstum von 1&1 im Bereich Festnetz weiter abschwächen wird.

In einer Gesamtbeurteilung der Inflationsprognosen unterhalb der Zielmarke der EZB, des insgesamt stagnierenden Mobilfunk- und Festnetzmarkts, dem bereits im Detailplanungszeitraum starken Kundenwachstum von 1&1 insbesondere im Bereich Mobilfunk, dem hohen Wettbewerbsdruck im Kommunikationsmarkt, den durch die Anzahl der Haushalte limitierten Gesamtmarkt im

¹⁴⁴ Eine einführende Analyse hierzu wurde bereits im Rahmen des Kapitels „Makroökonomische Situation und Ausblick“ vorgenommen.

¹⁴⁵ Vgl. Kapitel 2.1.

Bereich Festnetz sowie des erwarteten stabilen Wachstums des BIPs in Deutschland wird eine nachhaltige, unternehmens- und branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 0,5%¹⁴⁶ gewählt.

6.5. Stand Alone-Bewertung

Auf Basis der angepassten Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der angepassten Plan-Bilanzen¹⁴⁷ werden im Folgenden die Cashflows-to-Equity der 1&1 SE abgeleitet und dessen Wert des Eigenkapitals unter Berücksichtigung von Sonderwerten anhand der DCF-Methode ermittelt. Jener Wert wird anschließend anhand der Multiplikator-Methode plausibilisiert.

6.5.1. DCF-Wert nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern

Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity¹⁴⁸ von 1&1 auf Basis der Planungsrechnung¹⁴⁹ abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
EBIT	454	510	564	649	685	465
-/+ Finanzergebnis	-6	-2	-2	-4	-3	-3
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-133	-151	-167	-191	-202	-136
Jahresüberschuss	315	357	395	453	479	327
+ Abschreibungen	18	20	26	26	26	21
- Bruttoinvestitionen in das Anlagevermögens	-35	-15	-76	-19	-15	-21
- Veränderung Abgegrenzte Aufwendungen (langfristig)	-48	-15	-34	46	60	-1
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-6	12	4	4	14	-7
-/+ Veränderung der liquiden Mittel	-13	-1	-1	-1	-1	-0
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	85	0	82	-56	-85	6
Cashflow-to-Equity	315	357	395	453	479	326

¹⁴⁶ Vgl. Kapitel 2.1.

¹⁴⁷ Vgl. Kapitel 4.4.

¹⁴⁸ Vgl. Anlage 5 zur Darstellung der konsistent abgeleiteten Kapitalflussrechnung mit Ausweis des Cashflow aus laufender Tätigkeit, Investitions- und Finanzierungstätigkeit.

¹⁴⁹ Vgl. Kapitel 6.1.2.

Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert der 1&1 SE auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von 6,2% bis 6,3% und einem nachhaltigen Wachstum von 0,5% ermittelt.

Cashflow-to-Equity-Ansatz

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Cashflow-to-Equity	315	357	395	453	479	326
<i>Unverschuldete Eigenkapitalkosten</i>	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<i>Verschuldungsgrad (D/E)</i>	0,0%	1,4%	1,4%	2,8%	1,9%	2,7%
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten</i>	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%
<i>Wachstumsabschlag</i>	-	-	-	-	-	0,5%
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</i>	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,8%
Barwertfaktor	0,94	0,89	0,84	0,79	0,74	12,86
Barwert der Cashflows-to-Equity	297	317	330	356	355	4.188
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	5.844					
<i>Zinstage</i>	132					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,02					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	5.971					

Der DCF-Wert beträgt rd. EUR 5.971 Mio. zum Bewertungsstichtag 12. Mai 2017.

6.5.1.1. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Im Rahmen der Analysen und Gespräche mit Planungsverantwortlichen wurde kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Jegliches zu bereinigende Vermögen wurde im Rahmen der Bereinigung der Bilanz zum 31. Dezember 2016 berücksichtigt.

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallene Gewinn- oder Verlustanteile liegen bei 1&1 im Planungszeitraum damit nicht vor, da die zum Bewertungsstichtag ausstehenden Kapitalanteile der 1&1 Telecom Holding GmbH wirtschaftlich für Zwecke der Unternehmensbewertung zu 100% der 1&1 SE zugerechnet werden.

6.5.1.2. Wert des Eigenkapitals

Der Wert des Eigenkapitals beträgt EUR 5.971 Mio. zum 12. Mai 2017 als dem Tag der Bekanntgabe der Transaktionsstruktur. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von 121 Tsd. einem Wert von EUR 49.350 je Aktie:

DCF-Wert zum 12. Mai 2017	5.971
Sonderwert	-
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.971
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	121
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	49.350

Sofern sich bis zum 25. Juli 2017 keine wesentlichen Veränderungen in Bezug auf die Ertragsaussichten und / oder des Kapitalmarktumfeldes ergeben, beträgt der Wert des Eigenkapitals zu diesem Stichtag voraussichtlich EUR 6.044 Mio. bzw. EUR 49.950 je Aktie.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.971
Zinstage	74
Aufzinsungsfaktor	1,01
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	6.044
# Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)	121
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	49.950

6.5.2. Ertragswertverfahren nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

Analog zur Bewertung der Drillisch AG wird für die 1&1 SE eine Bewertung auf Basis des Ertragswertverfahren nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern vorgenommen (siehe Abschnitt 5.5.2.). Entsprechend wird nachhaltig eine Ausschüttungsquote i.H.v. rd. 80% angenommen, die der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen entspricht.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Jahresüberschuss	315	357	395	453	479	323
Cashflow-to-Equity	315	357	395	453	479	322
davon Hinzurechnung als Dividende	315	357	395	453	479	276
<i>persönliche Steuern (26,38%)</i>	-83	-94	-104	-120	-126	-73
davon Hinzur. als fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	-	46
<i>persönliche Steuern (13,2%)</i>	-	-	-	-	-	-6
Zu diskontierende Ausschüttungen	232	263	291	334	353	243

* TV-Umrechnung anhand einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern.

In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Marktrisikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln.

Der nach der Svensson-Methode ermittelte risikolose Basiszinssatz i.H.v. 1,25% vor persönlichen Steuern ist um die Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 26,38% zu reduzieren. Hieraus ergibt sich ein risikoloser Basiszinssatz von 0,92% nach persönlichen Steuern.

Bei der Ermittlung des DCF-Wertes vor persönlichen Steuern wurde eine Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern gewählt. In der Nachsteuerbetrachtung wurde eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% bis 6,0% verwendet.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
<i>persönliche Steuern (26,38%)</i>	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
I. MRP 5,5% nach pers. Steuern						
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Betafaktor	0,70	0,71	0,71	0,71	0,71	0,72
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	0,5%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,4%
II. MRP 6,0% nach pers. Steuern						
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Betafaktor	0,70	0,71	0,71	0,71	0,71	0,72
Risikoprämie (nach pers. Steuern)	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	0,5%
Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern & Wachstumsabschlag)	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	4,7%

Bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern betragen die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zwischen 4,8% und 4,9%, bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern 5,1% bis 5,2%.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Wert des Eigenkapitals (MRP 5,5% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Zu diskontierende Ausschüttungen	232	263	291	334	353	243
Kapitalisierungszinssatz	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,4%
Barwertfaktor	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79	18,16
Barwert der Ausschüttungen	222	240	253	277	279	4.406
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	5.676					
<i>Zinstage</i>		<i>132</i>				
<i>Aufzinsungsfaktor</i>			<i>1,02</i>			
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	5.772					
Sonderwert						-
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.772					
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>						<i>121</i>
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	47.706					

Unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 ergibt sich bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% ein Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017 i.H.v. EUR 5.772 Mio. und ein Wert je Aktie von EUR 47.706.

VALUETRUST

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.772
<i>Zinstage</i>	<i>74</i>
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,01</i>
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	5.827
Sonderwert	-
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	5.827
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	<i>121</i>
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	48.159

Zum 25. Juli 2017 beträgt der Wert des Eigenkapitals vorrausichtlich EUR 5.827 Mio. bzw. EUR 48.159 je Aktie.

Ertragswertverfahren IDW S 1 - Wert des Eigenkapitals (MRP 6,0% nach persönlichen Steuern)

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Zu diskontierende Ausschüttungen	232	263	291	334	353	243
Kapitalisierungszins	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	4,7%
Barwertfaktor	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	16,50
Barwert der Ausschüttungen	221	238	250	273	274	4.017
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	5.273					
<i>Zinstage</i>	<i>132</i>					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,02</i>					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	5.369					
Sonderwert	-					
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.369					
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	<i>121</i>					
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	44.373					

Unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 ergibt sich zum 12. Mai 2017 bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% ein Wert des Eigenkapitals i.H.v EUR 5.369 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 44.373 entspricht.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.369
<i>Zinstage</i>	<i>74</i>
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,01</i>
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	5.424
Sonderwert	-
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	5.424
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	<i>121</i>
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	44.824

Zum 25. Juli 2017 beträgt der Wert des Eigenkapitals EUR 5.424 Mio., was einem Wert je Aktie von EUR 44.824 entspricht.

Zusammenfassend ergeben sich unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 zu den Stichtagen 12. Mai 2017 und 25. Juli 2017 die folgenden Werte des Eigenkapitals sowie Werte je Aktie:

Übersicht DCF-Wert gemäß IDW S 1 nach persönlichen Steuern

1&1 in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	12. Mai 2017		25. Juli.2017	
	Wert des Eigenkapitals	Wert je Aktie	Wert des Eigenkapitals	Wert je Aktie
DCF-Wert IDW S 1 n. St. (MRP 6,0%)	5.369	44.373	5.424	44.824
DCF-Wert IDW S 1 n. St. (MRP 5,5%)	5.772	47.706	5.827	48.159
Mittelwert	5.571	46.039	5.625	46.492

6.5.3. DCF-Wert nach DVFA-Empfehlungen

Analog zur Bewertung der Drillisch AG wird für die 1&1 SE eine Berechnung des Wertes des Eigenkapitals nach den auf dem Konzept des markttypischen Erwerbers beruhenden Grundsätzen der DVFA-Empfehlungen vorgenommen (siehe Abschnitt 5.5.3.).

DCF-Wert gemäß DVFA-Empfehlungen - Ableitung des Free Cashflow

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
EBIT	454	510	564	649	685	464
+ Anpassungen	-	0	0	0	0	0
Angepasstes EBIT	454	511	564	649	685	464
Adjustierte Steuern (EBIT*seff)	135	152	168	193	203	136
NOPLAT	319	359	397	457	482	327
+ Abschreibungen	18	20	26	26	26	21
- Bruttoinvestitionen in das Anlagevermögens	-35	-15	-76	-19	-15	-20
- Veränderung Abgegrenzte Aufwendungen (langfristig)	-48	-15	-34	46	60	-1
-/(+) Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-19	10	3	3	13	-7
-/(+) Veränderung des investierten Kapitals	-85	-0	-82	56	85	-7
Free Cashflow	235	359	315	512	566	320

Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) werden aus den ermittelten Eigen- und Fremdkapitalkosten, gewichtet mit den periodenspezifischen Marktwerten des Eigen- und Fremdkapitals ermittelt. Hierbei wird vereinfachend ein an die Peer Group-Unternehmen angelehnter, konstanter Verschuldungsgrad von rd. 20 % angenommen, während die Bilanzplanung von 1&1 keine verzinslichen Verbindlichkeiten aufweist.

Da anhand der historisch beobachtbaren Kapitalmarktuntersuchungen auch eine Marktrisikoprämie oberhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,5% bis 7,0% vor persönlichen Steuern gerechtfertigt werden kann, wird im Rahmen der Ermittlung des DCF-Wertes nach den DVFA-Empfehlungen zudem von einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 7,25% p.a. ausgegangen.

Auf Basis dieser Annahme ergeben sich innerhalb der Detailplanungs- und Fortführungsphase durchschnittliche Kapitalkosten in einer Bandbreite von 6,1% bis 6,4%.

DCF-Wert gemäß DVFA-Empfehlungen - DCF-Wert

in EUR Mio.	Planung					TV
	2017	2018	2019	2020	2021	
Free Cashflow	235	359	315	512	566	320
<i>Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)</i>	6,4%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
<i>Wachstumsabschlag</i>	-	-	-	-	-	0,5%
<i>WACC nach Wachstumsabschlag</i>	6,4%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%
Barwertfaktor	0,94	0,89	0,83	0,79	0,74	13,1
Barwert der Free Cashflows	221	318	263	403	419	4.201
Unternehmensgesamtwert zum 31. Dezember 2016	5.824					
- Markwert des Fremdkapitals	-					
DCF-Wert zum 31. Dezember 2016	5.824					
<i>Zinstage</i>	132					
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,02					
DCF-Wert zum 12. Mai 2017	5.955					
Sonderwert	-					
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.955					
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	121					
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	49.212					

Zum 31. Dezember 2016 ermittelt sich ein Unternehmensgesamtwert i.H.v. EUR 5.824 Mio. durch Diskontierung der Free Cashflows. Der Wert des Eigenkapitals beträgt EUR 5.955 Mio. bzw. EUR 49.212 je Aktie zum 12. Mai 2017.

Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.955
<i>Zinstage</i>	74
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,01
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	6.029
Sonderwerte	-
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	6.029
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	121
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	49.828

Damit ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 6.029 Mio. bzw. EUR 49.828 je Aktie zum 25. Juli 2017.

6.5.4. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

Neben der Ableitung des Unternehmenswertes auf Basis der DCF-Methode werden für Vergleichszwecke Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) abgeleitet wird.

Zur Bewertung der 1&1 SE kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Markt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen der Vergleichsunternehmen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl¹⁵⁰ identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren des letzten vollen Geschäftsjahres 2016 sowie den Planjahren 2017 und 2018.

Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswertes. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten. Die Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung der DVFA hingegen wenden die Multiplikator-Bewertung grundsätzlich als gleichrangige Methode neben anderen Methoden der Unternehmensbewertung an. Aufgrund der Planung von 1&1 mit sich anschließender impliziter Konvergenzphase kommt im konkreten Bewertungsanlass auch im Konzept des DVFA der vergleichenden Bewertung eine der DCF-Methode nachrangige Bedeutung zu.

Für die Ableitung von Multiplikatoren für 1&1 wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Um angemessene Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf die maßgeblich wertbeeinflussenden Faktoren Wachstum und Profitabilität abgestellt. Um weiterhin die teilweise unterschiedliche Kapitalintensität der Peer Group-Unternehmen ausreichend zu berücksichtigen, wird zudem auf Cash Contribution-Multiplikatoren abgestellt. Die jeweilige Bezugsgröße für die Cash Contribution-Multiplikatoren wird ermittelt durch Subtraktion der Investitionen (CAPEX) vom EBITDA.

¹⁵⁰ Vgl. Kapitel 3.3.2.

Umsatz-Multiplikator

EBIT(DA)-Margen und Wachstumserwartungen haben für den Umsatz-Multiplikator einen hohen Erklärungsgehalt. Zur Auswahl der relevanten Multiplikatoren wurde auf das Margen-/Wachstumsprofil der Peer Group-Unternehmen abgestellt.

Im Jahr 2019 erwartet 1&1 eine einmalige Investition i.H.v. EUR 50 Mio., die im Rahmen der Multiplikatorbewertung auf den Bewertungsstichtag diskontiert und als Sonderwert berücksichtigt wird.

Umsatz-Multiplikator

	Umsatz-Wachstum p.a.				EBIT-Marge				Umsatz-Multiplikator		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Drillisch Aktiengesellschaft	13,5%	42,1%	14,6%	7,8%	11,1%	14,7%	18,4%	20,9%	5,1x	3,6x	3,1x
freenet AG	8,0%	2,2%	1,1%	1,0%	8,3%	9,0%	9,5%	9,7%	1,7x	1,7x	1,6x
United Internet AG	6,3%	8,0%	5,5%	3,9%	16,7%	17,3%	18,3%	19,4%	2,7x	2,5x	2,4x
TalkTalk Telecom Group PLC	-1,8%	1,3%	2,1%	2,1%	10,2%	11,5%	12,1%	11,2%	1,5x	1,5x	1,5x
1&1	7,8%	9,9%	8,1%	8,1%	15,6%	17,0%	17,7%	18,1%	-	-	-
Mittelwert	9,3%	17,5%	7,1%	4,2%	11,6%	13,1%	14,6%	15,3%	2,7x	2,3x	2,1x
Median	8,0%	8,0%	5,5%	3,9%	10,7%	13,1%	15,2%	15,3%	2,2x	2,1x	2,0x

Im Vergleich zur Peer Group liegen die Wachstums- und Margenerwartungen von 1&1 am oberen Ende der Peer Group, sind jedoch am besten mit dem Margen-/Wachstumsprofil von United Internet vergleichbar, die zur Multiplikator-Bewertung herangezogen wird:

Bandbreite des Unternehmensgesamtwertes (Umsatz-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	Umsatz-Multiplikator	1&1 Bezugsgröße	Unternehmensgesamtwert
Umsatz-Multiplikator 2016	2,7x	2.431	6.525
Umsatz-Multiplikator 2017	2,5x	2.671	6.637
Umsatz-Multiplikator 2018	2,4x	2.889	6.804
Min			6.525
Max			6.804

Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals (Umsatz-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Wertableitung	Min	Max
Unternehmensgesamtwert zum 28. April 2017	6.525	6.804
- Verzinsliche Netto-Verbindlichkeiten	-	-
+ / (-) Sonderwerte	-45	-45
Wert des Eigenkapitals zum 28. April 2017	6.481	6.759
<i>Zinstage</i>	14	14
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,00	1,00
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	6.496	6.775
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	121	121
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	53.684	55.991
<i>Zinstage</i>	74	74
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	1,01	1,01
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	6.575	6.858
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	121	121
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	54.341	56.677

EBIT-Multiplikator

Für EBIT-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentlicher Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren insbesondere auf das Wachstumsprofil abgestellt.

EBIT-Multiplikator

	EBIT-Wachstum p.a.				EBIT-Marge				EBIT-Multiplikator		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Drillisch Aktiengesellschaft	-23,4%	87,9%	43,4%	22,5%	11,1%	14,7%	18,4%	20,9%	45,6x	24,3x	16,9x
freenet AG	-8,3%	11,4%	7,2%	2,8%	8,3%	9,0%	9,5%	9,7%	20,5x	18,4x	17,1x
United Internet AG	20,3%	11,9%	12,0%	10,2%	16,7%	17,3%	18,3%	19,4%	16,1x	14,4x	12,8x
TalkTalk Telecom Group PLC	39,6%	13,9%	7,4%	-5,8%	10,2%	11,5%	12,1%	11,2%	16,8x	12,9x	12,0x
1&1	30,5%	20,7%	12,4%	10,5%	15,6%	17,0%	17,7%	18,1%	-	-	-
Mittelwert	7,0%	31,3%	17,5%	7,4%	11,6%	13,1%	14,6%	15,3%	24,8x	17,5x	14,7x
Median	6,0%	12,9%	9,7%	6,5%	10,7%	13,1%	15,2%	15,3%	18,6x	16,4x	14,9x

Auch das Wachstumsprofil von 1&1 ist am besten mit den Multiplikatoren von United Internet vergleichbar, die zur Multiplikator-Bewertung verwendet werden:

Bandbreite des Unternehmensgesamtwertes (EBIT-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	EBIT-Multiplikator	1&1 Bezugsgröße	Unternehmensgesamtwert
EBIT-Multiplikator 2016	16,1x	380	6.123
EBIT-Multiplikator 2017	14,4x	454	6.533
EBIT-Multiplikator 2018	12,8x	510	6.555
Min			6.123
Max			6.555

Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals (EBIT-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Wertableitung	Min	Max
Unternehmensgesamtwert zum 28. April 2017	6.123	6.555
- Verzinsliche Netto-Verbindlichkeiten	-	-
+ / (-) Sonderwerte	-45	-45
Wert des Eigenkapitals zum 28. April 2017	6.079	6.510
Zinstage	14	14
Aufzinsungsfaktor	1,00	1,00
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	6.093	6.525
# Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)	121	121
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	50.354	53.929
Zinstage	74	74
Aufzinsungsfaktor	1,01	1,01
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	6.167	6.605
# Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)	121	121
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	50.971	54.590

Cash Contribution-Multiplikator

Um die jeweils unterschiedliche Kapitalintensität und Bilanzierungspolitiken der Peer Group-Unternehmen zu berücksichtigen wird ebenfalls der Cash Contribution-Multiplikator verwendet.

Cash Contribution-Multiplikatoren

	Cash Contribution-Wachstum				Cash Contribution-Marge				Cash Contr.-Multiplik.		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Drillisch Aktiengesellschaft	n.a.	87,4%	25,4%	17,4%	15,9%	20,9%	22,9%	24,9%	32,0x	17,1x	13,6x
freenet AG	-1,6%	31,6%	4,5%	4,6%	9,4%	12,0%	12,4%	12,9%	18,0x	13,0x	13,1x
United Internet AG	5,1%	11,7%	9,0%	8,0%	21,1%	21,9%	22,6%	23,5%	12,7x	11,4x	10,4x
TalkTalk Telecom Group PLC	-35,5%	3,2%	6,5%	-2,0%	9,7%	11,5%	12,0%	11,5%	13,3x	12,9x	12,1x
1&1	30,4%	23,0%	12,3%	1,8%	15,4%	17,3%	17,9%	16,9%	-	-	-
Mittelwert	-10,7%	33,4%	11,4%	7,0%	14,0%	16,6%	17,5%	18,2%	19,0x	13,6x	12,3x
Median	-1,6%	21,6%	7,8%	6,3%	12,8%	16,5%	17,5%	18,2%	15,7x	13,0x	12,6x

Die Cash Contribution-Marge von 1&1 ist nahezu identisch mit dem Median, so dass zur Plausibilisierung auf den Median der Multiplikatoren abgestellt wird:

Bandbreite des Unternehmensgesamtwertes (Cash Contribution-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

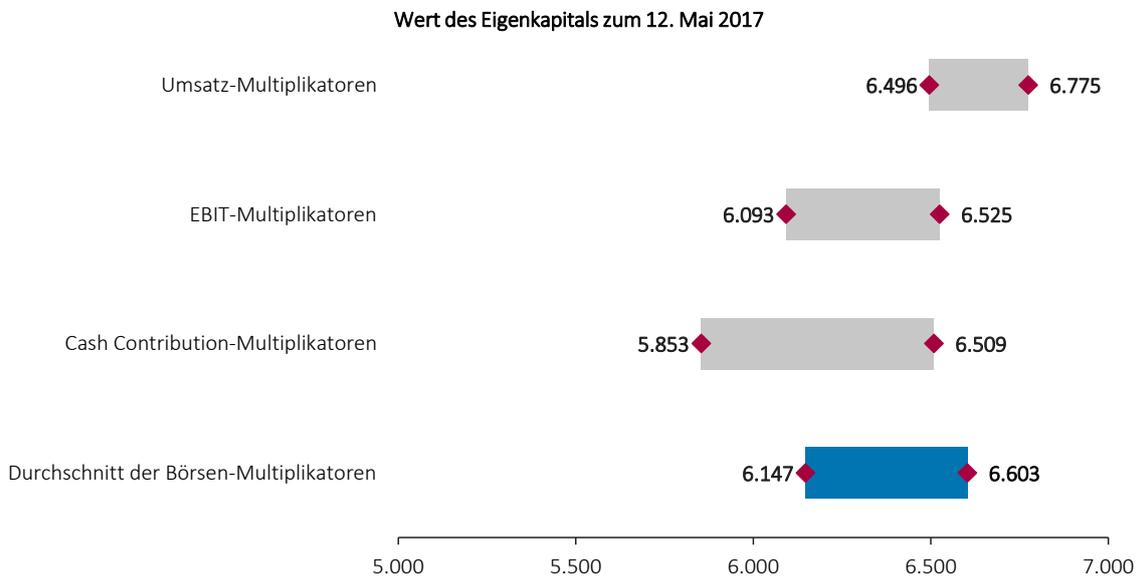
Multiplikatoren	Cash Contrib.- Multiplikator	1&1 Bezugsgröße	Unternehmens- gesamtwert
Cash Contribution-Multiplikator 2016	15,7x	375	5.884
Cash Contribution-Multiplikator 2017	13,0x	461	5.986
Cash Contribution-Multiplikator 2018	12,6x	518	6.539
Min			5.884
Max			6.539

Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals (Cash Contribution-Multiplikatoren)

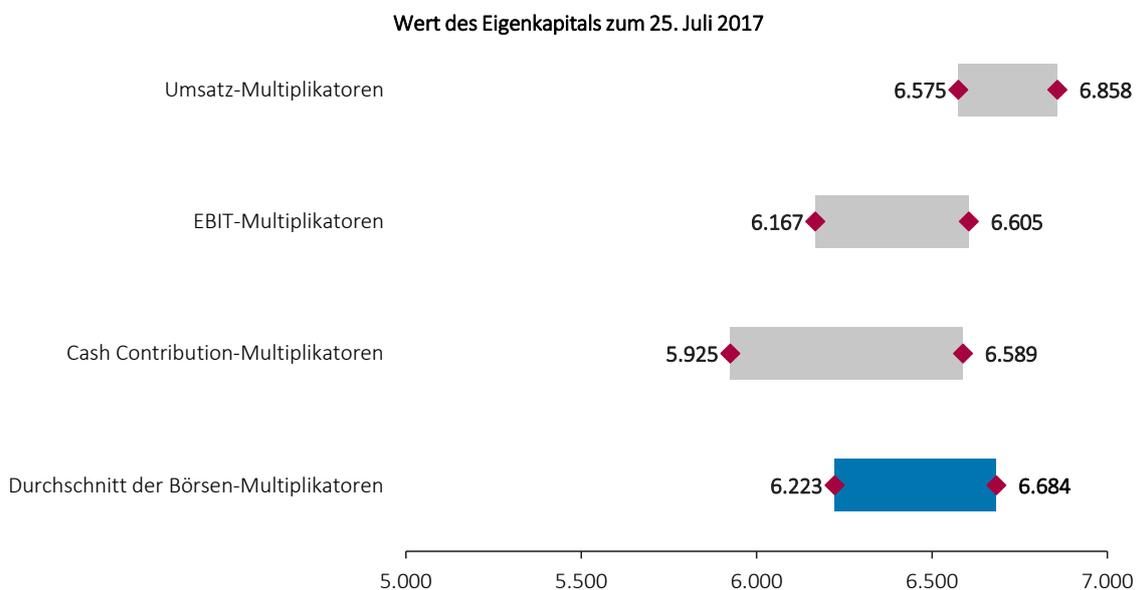
in EUR Mio.

Wertableitung	Min	Max
Unternehmensgesamtwert zum 28. April 2017	5.884	6.539
- Verzinsliche Netto-Verbindlichkeiten	-	-
+ / (-) Sonderwerte	-45	-45
Wert des Eigenkapitals zum 28. April 2017	5.840	6.494
<i>Zinstage</i>	<i>14</i>	<i>14</i>
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>
Wert des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017	5.853	6.509
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	<i>121</i>	<i>121</i>
Wert je Aktie zum 12. Mai 2017	48.375	53.795
<i>Zinstage</i>	<i>74</i>	<i>74</i>
<i>Aufzinsungsfaktor</i>	<i>1,01</i>	<i>1,01</i>
Wert des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017	5.925	6.589
<i># Anzahl der Aktien (in Tsd. Stk.)</i>	<i>121</i>	<i>121</i>
Wert je Aktie zum 25. Juli 2017	48.967	54.454

Die Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals zum 12. Mai 2017 liegt demnach auf Basis der Bezugsgrößen Umsatzerlöse, EBIT sowie Cash Contribution zwischen EUR 6.147 Mio. bis EUR 6.603 Mio. bzw. zwischen EUR 50.804 bis EUR 54.571 je Aktie.



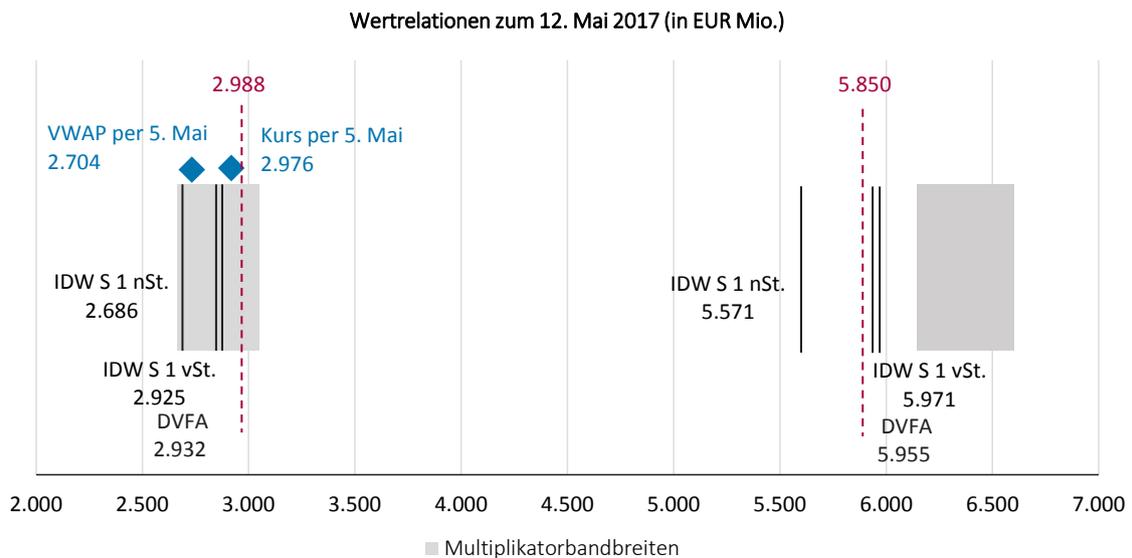
Die Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals zum 25. Juli 2017 liegt auf Basis der Bezugsgrößen Umsatzerlöse, EBIT sowie Cash Contribution zwischen EUR 6.223 Mio. bis EUR 6.684 Mio. bzw. zwischen EUR 51.427 und EUR 55.240 je Aktie.



7. SYNERGIEALLOKATION UND ERMITTLUNG DES AUSTAUSCHVERHÄLTNISES

7.1. Wertrelationen und Austauschverhältnisse Stand Alone

Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden ermittelten Werte des Eigenkapitals für die Drillisch AG und die 1&1 SE auf Stand Alone-Basis stellen sich zum 12. Mai 2017 wie folgt dar:



Auf Basis der Stand Alone-Werte des Eigenkapitals ergeben sich die folgenden Wertrelationen und Austauschverhältnisse zum 12. Mai 2017.¹⁵¹

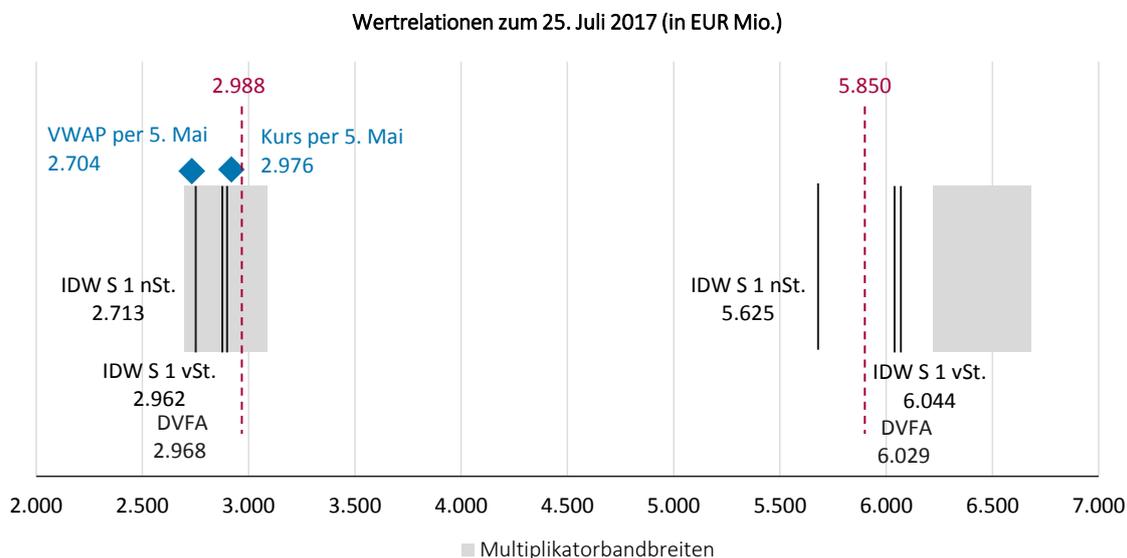
Übersicht Wertrelation und Austauschverhältnis zum 12. Mai 2017

in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Wert je Aktie		Wert- relation	Austausch- verhältnis	
	Drillisch	1&1	Drillisch	1&1			
Festlegung Vorstand	2.988	5.850	50,00	48.347	1 : 1,96	967 : 1	
DCF-Wert IDW S 1 v. St.	2.925	5.971	48,95	49.350	1 : 2,04	1.008 : 1	
DCF-Wert IDW S 1 n. St. (Ø)	2.686	5.571	44,94	46.039	1 : 2,07	1.025 : 1	
DCF-Wert DVFA	2.932	5.955	49,05	49.212	1 : 2,03	1.003 : 1	
Bandbreite	Min.	2.663	6.147	44,55	50.804	1 : 2,31	1.140 : 1
Multiplikatoren	Max.	3.048	6.603	50,99	54.571	1 : 2,17	1.070 : 1

Die aus den Stand Alone-Werten des Eigenkapitals abgeleiteten Wertrelationen und Austauschverhältnisse liegen oberhalb der vom Vorstand der Drillisch AG festgelegten Größen.

¹⁵¹ Berechnung der Austauschverhältnisse auf Basis von 68.826.818 Drillisch-Aktien sowie 121.000 1&1-Aktien.

Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden ermittelten Werte des Eigenkapitals für die Drillisch AG (exklusive des Sonderwerts aus der Sachkapitalerhöhung I) und die 1&1 SE auf Stand Alone-Basis stellen sich zum 25. Juli 2017 wie folgt dar:



Auf Basis der Stand Alone-Bewertungen ergeben sich zum 25. Juli 2017 die folgenden Wertrelationen und Austauschverhältnisse für die Drillisch AG (inklusive des Sonderwerts aus der Sachkapitalerhöhung I) und die 1&1 SE:¹⁵²

Übersicht Wertrelation und Austauschverhältnis zum 25. Juli 2017

in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Wert je Aktie		Wertrelation	Austauschverhältnis	
	Drillisch	1&1	Drillisch	1&1			
Festlegung Vorstand	3.441	5.850	50,00	48.347	1 : 1,70	967 : 1	
DCF-Wert IDW S 1 v. St.	3.408	6.044	49,51	49.950	1 : 1,77	1.009 : 1	
DCF-Wert IDW S 1 n. St. (Ø)	3.159	5.625	45,90	46.492	1 : 1,78	1.013 : 1	
DCF-Wert DVFA	3.414	6.029	49,61	49.828	1 : 1,77	1.004 : 1	
Bandbreite	Min.	3.142	6.223	45,65	51.427	1 : 1,98	1.127 : 1
Multiplikatoren	Max.	3.532	6.684	51,31	55.240	1 : 1,89	1.077 : 1

Auch zum 25. Juli 2017 liegen die aus den Stand Alone-Bewertungen abgeleiteten Wertrelationen und Austauschverhältnisse damit durchweg oberhalb der vom Vorstand der Drillisch AG festgelegten Größen.

¹⁵² Berechnung der Austauschverhältnisse auf Basis von 68.826.818 Drillisch-Aktien sowie 121.000 1&1-Aktien.

7.2. Würdigung der Synergien

Drillisch und 1&1 haben zur Festlegung des Austauschverhältnisses eine überschlägige Identifikation und Schätzung der Synergien zwischen beiden Unternehmen nach Durchführung der Transaktion vorgenommen. Dabei geht der Vorstand von Drillisch davon aus, dass sämtliche Synergien erst nach Durchführung der Sachkapitalerhöhung II entstehen und insofern echte (nicht berücksichtigungsfähige) Synergien gemäß IDW S 1 darstellen. Insgesamt erwarten Drillisch und 1&1 ab dem Jahr 2020 Synergien von insgesamt EUR 150 Mio. vor Steuern und ab dem Jahr 2025 Synergien von bis zu EUR 250 Mio. pro Jahr vor Steuern zu realisieren.

Gemäß MBA MVNO-Vertrag werden die darin fixierten Konditionen lediglich der Drillisch und mit dieser verbundenen Unternehmen gewährt. Ein Weiterverkauf der bezogenen Leistungen durch Drillisch an Dritte MVNO ist vertraglich ausgeschlossen. Zur Realisierung der Kostensynergien aus dem gemeinsamen Einkauf auf Basis des MBA MVNO-Vertrages ist es aufgrund der Vereinbarung mit Telefónica vom 12. Mai 2017 namentlich notwendig, dass (i) United Internet die Mehrheit der 1&1-Aktien und Stimmrechte daran sowie an Drillisch hält oder (ii) Drillisch die Mehrheit der 1&1-Aktien und Stimmrechte daran hält. Dies wäre im Falle der vollständigen Durchführung der Transaktion der Fall. Aus diesem Grund sind insbesondere die Kostensynergien aus dem gemeinsamen Einkauf von Mobilfunkleistungen auf Basis des MBA MVNO-Vertrages als echte Synergien nach IDW S 1 zu klassifizieren, da sie erst mit der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisiert werden können.

Zudem stellen die genannten Synergiepotenziale nach den DVFA-Empfehlungen rein käuferindividuelle Synergien dar, die im Rahmen der Beurteilung des angemessenen Austauschverhältnisses nicht zu berücksichtigen sind. Nach den DVFA-Empfehlungen sind lediglich Market Participant-Synergien, d.h. solche Synergien, die auch ein markttypischer Erwerber realisieren könnte, zu berücksichtigen. Aufgrund der bereits bestehenden mittelbaren Beteiligung der United Internet AG an Drillisch ist davon auszugehen, dass eine Umsetzung der Transaktion bzw. der Herbeiführung der zur gemeinsamen Nutzung des MBA MVNO-Vertrages erforderlichen gesellschaftsrechtlichen Struktur nur zwischen Drillisch und United Internet bzw. 1&1, jedoch nicht für sonstige potentielle Erwerber, möglich ist.

Damit sind weder nach den Grundsätzen des IDW S 1 noch der DVFA-Empfehlungen bzw. der diesen Grundsätzen zugrundeliegenden Rechtsprechung eine Berücksichtigung dieser Synergien erforderlich bzw. möglich.

Sofern aufgrund bis dato fehlender Grundsätze der Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Austauschverhältnissen bei Sachkapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss gemäß § 255 Abs. 2 AktG aus Sicht eines Gerichtes dennoch eine Berücksichtigung echter Synergien bzw. käuferindividueller Synergien erforderlich sein sollte, ist eine Allokation der Gesamtsynergien auf Drillisch und 1&1 vorzunehmen. Zum Zeitpunkt der Erstellung der Gutachtlichen Stellungnahme liegen Drillisch und 1&1 lediglich eine überschlägige Schätzung der Synergien vor. Eine detaillierte Synergieinventur, Quantifizierung und Allokation der Synergien unter Einbezug von gemeinsamen Arbeitsgruppen mit Vertretern beider Gesellschaften ist Drillisch und 1&1 u.a. aufgrund der damit verbundenen Preisgabe von Geschäftsgeheimnissen nicht vor Abschluss der Transaktion und Genehmigung der Transaktion durch die zuständigen Kartellbehörden möglich. Eine Verifizierung oder

verursachungsgerechte Allokation der Synergien kann zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme daher nicht vorgenommen werden. Insofern ist die Allokation der Synergien wertproportional vorzunehmen, so dass das auf Basis von Stand Alone-Unternehmenswerten ermittelte Austauschverhältnis dem Austauschverhältnis nach Berücksichtigung der Synergien entspricht. Da das Austauschverhältnis auf Basis von angemessenen Stand Alone-Werten des Eigenkapitals bereits eine unangemessene Verwässerung bzw. einen unangemessenen Ausgabebetrag der jungen Drillisch-Aktien i.S.v. § 255 Abs. 2 AktG zum Nachteil der Altaktionäre der Drillisch AG ausschließt, führt auch das unter Berücksichtigung einer wertproportionalen Synergieallokation ermittelte Austauschverhältnis nicht zu einer unangemessenen Verwässerung der Altaktionäre.

Zudem bleiben die Altaktionäre der Drillisch AG auch nach Durchführung der Transaktion an der Drillisch AG beteiligt und partizipieren an den zwischen Drillisch und 1&1 entstehenden Synergien, so dass der Wert ihrer Anteile im Vergleich zum Stand Alone-Wert ihrer Anteile vor Durchführung der Transaktion steigt.

7.3. Abschließende Würdigung des Austauschverhältnisses

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der Drillisch AG schlagen der außerordentlichen Hauptversammlung am 25. Juli 2017 die Erhöhung des Grundkapitals der Drillisch AG gegen Sacheinlagen, zu deren Bezug unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der übrigen Aktionäre ausschließlich die United Internet AG zugelassen werden soll, vor. Im Gegenzug zur Ausgabe von rd. 107.937.831 junger Drillisch-Aktien soll die United Internet AG eine Beteiligung von ca. 92,25% an der 1&1 SE mit einem Gegenwert von EUR 5.397 Mio. in die Drillisch AG einlegen. Diesem Vorschlag liegt ein Wert des Eigenkapitals der 1&1 SE i.H.v. insgesamt EUR 5.850 Mio. zugrunde.

Der Wert des Eigenkapitals der Drillisch AG zum Zeitpunkt der Sachkapitalerhöhung II wird von dem Vorstand der Drillisch AG und der 1&1 SE mit insgesamt EUR 3.441 Mio. festgelegt. Dieser Wert setzt sich aus einem Wert des Eigenkapitals vor Sachkapitalerhöhung I i.H.v. EUR 2.988 zuzüglich der im Rahmen der Sachkapitalerhöhung I erworbenen Beteiligung von ca. 7,75% an der 1&1 SE mit einem Wert von EUR 453 Mio. zusammen. Bei einer (vollverwässerten) Aktienanzahl der Drillisch AG von insgesamt 68.826.818 zum Zeitpunkt der Sachkapitalerhöhung II, die sich aus 59.764.649 Aktien der Drillisch AG vor Sachkapitalerhöhung I zuzüglich der im Rahmen der Sachkapitalerhöhung I ausgegebenen 9.062.169 Aktien zusammensetzt, ergibt sich ein Wert je Drillisch-Aktie von 50,00 EUR. Das auf Basis dieser Werte durch den Vorstand der Drillisch AG festgelegte Austauschverhältnis beträgt 967 Drillisch-Aktien für eine 1&1-Aktie.

Zur Beurteilung der Angemessenheit der vom Vorstand der Drillisch AG festgelegten Werte des Eigenkapitals für die Drillisch AG und der 1&1 SE und des daraus resultierenden Austauschverhältnisses haben wir auftragsgemäß eine Ermittlung der Stand Alone-Werte des Eigenkapitals nach den Grundsätzen des IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen durchgeführt. Hierbei haben wir im Einklang mit der Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung, die Ableitung des Unternehmenswertes auf Basis der DCF-Methode, dem Ertragswertverfahren nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 und vergleichenden Bewertungsverfahren, wie Börsenmultiplikatoren und dem Börsenkurs der Drillisch AG, vorgenommen.

Unter Berücksichtigung aller DCF-Verfahren ergeben sich zum 12. Mai 2017 die folgenden Bandbreiten für die Stand Alone-Werte des Eigenkapitals der Drillisch AG und der 1&1 SE sowie für das Austauschverhältnis:

Übersicht Wertrelation und Austauschverhältnis zum 12. Mai 2017

in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Wert je Aktie		Wert- relation	Austausch- verhältnis	
	Drillisch	1&1	Drillisch	1&1			
Festlegung Vorstand	2.988	5.850	50,00	48.347	1 : 1,96	967 : 1	
Bandbreite DCF-Werte	Min.	2.686	5.571	44,94	46.039	1 : 2,07	1.025 : 1
	Max.	2.932	5.971	49,05	49.350	1 : 2,04	1.006 : 1

Der vom Vorstand der Drillisch AG zum 12. Mai 2017 festgelegte Wert des Eigenkapitals der Drillisch AG i.H.v. EUR 2.988 Mio. liegt oberhalb, der für die 1&1 SE festgelegte Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 5.850 Mio. innerhalb der auf Stand Alone-Basis ermittelten Wertbandbreite. Das aus diesen Werten resultierende Austauschverhältnis von 967:1 liegt unterhalb der Bandbreite. Nach wertproportionaler Berücksichtigung der aus der Transaktion entstehenden Synergien ergibt sich kein hierzu abweichendes Austauschverhältnis.

Ferner ergeben sich zum 25. Juli 2017 die folgenden Bandbreiten für die Stand Alone-Werte des Eigenkapitals der Drillisch AG und der 1&1 SE sowie für das Austauschverhältnis:

Übersicht Wertrelation und Austauschverhältnis zum 25. Juli 2017

in EUR Mio. bzw. EUR je Aktie	Wert des Eigenkapitals		Wert je Aktie		Wert- relation	Austausch- verhältnis	
	Drillisch	1&1	Drillisch	1&1			
Festlegung Vorstand	3.441	5.850	50,00	48.347	1 : 1,70	967 : 1	
Bandbreite DCF-Werte	Min.	3.159	5.625	45,90	46.492	1 : 1,78	1.013 : 1
	Max.	3.414	6.044	49,61	49.950	1 : 1,77	1.007 : 1

Auch zum 25. Juli 2017 liegt der vom Vorstand der Drillisch AG festgelegte Wert des Eigenkapitals der Drillisch AG i.H.v. EUR 3.441 Mio. oberhalb, der für die 1&1 SE festgelegte Unternehmenswert i.H.v. EUR 5.850 Mio. innerhalb der auf Stand Alone-Basis ermittelten Wertbandbreite. Das aus diesen Werten resultierende Austauschverhältnis von 967:1 liegt unterhalb der Bandbreite. Nach wertproportionaler Berücksichtigung der aus der Transaktion entstehenden Synergien ergibt sich kein hierzu abweichendes Austauschverhältnis.

Vor diesem Hintergrund sind die vom Vorstand der Drillisch AG festgelegten Werte des Eigenkapitals der Drillisch AG zum 12. Mai 2017 i.H.v. EUR 2.988 Mio. bzw. zum 25. Juli 2017 i.H.v. EUR 3.441 Mio. und der 1&1 SE i.H.v. EUR 5.850 Mio. sowie das sich daraus ergebende Austauschverhältnis von 967 Drillisch-Aktien für eine 1&1-Aktie angemessen.

Eine unangemessene Verwässerung der Aktionäre ist nach Auffassung des Vorstands weder im Zuge der Sachkapitalerhöhung I noch im Zuge der Sachkapitalerhöhung II gegeben, da der Wert der Sacheinlagen in Form von insgesamt 121.000 Aktien der 1&1 SE den Wert der im Gegenzug auszugebenden Aktien der Drillisch AG erreicht.

München, den 12. Mai 2017

Prof. Dr. Christian Aders

Vorstandsvorsitzender
ValueTrust Financial Advisors SE

Florian Starck
Steuerberater

Vorstand
ValueTrust Financial Advisors SE

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden von der Drillisch AG u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Entwurf des Bericht des Vorstands gemäß § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG zu dem Tagesordnungspunkt 1 der außerordentlichen Hauptversammlung am Dienstag, den 25. Juli 2017, über den Grund für den Ausschluss des Bezugsrechts sowie die Begründung des vorgeschlagenen Ausgabebetrags (Stand 8. Mai 2017).
- Entwurf des Business Combination Agreements und der Gesellschaftervereinbarung (Stand 2. Mai 2017).
- Integrierte Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2017 bis 2021 der Drillisch AG, verabschiedet vom Vorstand der Drillisch AG am 15. März 2017.
- Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 des Drillisch-Konzerns der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
- Geschäfts- und Quartalsberichte der Jahre 1999 bis 2016 der Drillisch AG.
- Prüfungsberichte über die Jahresabschlüsse der Drillisch Telecom GmbH (Jahr 2014), der IQ-optimize Software AG (Jahre 2014 bis 2016), MS Mobile Service GmbH (Jahr 2014), MSP Holding GmbH (Jahr 2014), eteleon AG (Jahr 2014), Drillisch Online AG (Jahre 2015 und 2016), The Phone House Deutschland GmbH (Jahre 2015 und 2016), The Phone House Telecom GmbH (Jahre 2015 und 2016), yourfone AG (Jahr 2015) und yourfone Retail AG (Jahre 2015 und 2016).
- Abhängigkeitsbericht der yourfone Retail AG für die Jahre 2015 und 2016.
- Aktuelle Analystenberichte der Drillisch AG (Stand 28. April 2017).
- Unternehmenspräsentationen von Drillisch für den Zeitraum 2012 bis 2017.
- Aktuelles Organigramm des Drillisch-Konzerns.

Zudem wurden von der 1&1 SE u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2017 bis 2021 der 1&1, verabschiedet vom Vorstand der 1&1 SE am 15. März 2017.
- Bilanzplanung der 1&1 für den Zeitraum 2017 bis 2021 (inkl. Beschreibung wesentlicher Annahmen zur Bilanzplanung).
- Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz der 1&1 SE als Teilgruppenabschluss unter Berücksichtigung des Carve-Outs von Versatel in Form von ungeprüften SAP Auszügen zum 31. Dezember der Jahre 2014 bis 2016 nach IFRS.
- Erläuterungen zu einzelnen GuV Posten und Bilanzposten für die Jahre 2014 bis 2016.
- Überleitungsrechnung zwischen den Deckungsbeitragsrechnungen (Controlling View) für die Ist-Jahre 2015 bis 2016 und den ungeprüften SAP-Auszügen (Accounting View) für den gleichen Zeitraum.
- Managementpräsentation der 1&1 SE vom 6. April 2017.
- Organigramm zum 23.03.2017 von United Internet betreffend den Teilkonzern Access ohne Versatel.
- Beschreibung des regulären Planungsprozesses (Planungshandbuch 2016/2017) von 1&1 von April 2017.
- Geschäfts- und Quartalsberichte sowie Investorenpräsentationen von United Internet der Jahre 2014 bis 2016 von United Internet.

2. Ansprechpartner

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns folgende Personen als Ansprechpartner seitens der 1&1 Telecommunication SE zur Verfügung:

- Martin Witt, Vorstandsvorsitzender, 1&1 Telecommunication SE
- Markus Huhn, Vorstand Finanzen, 1&1 Telecommunication SE

Seitens Drillisch AG standen uns folgende Ansprechpartner zur Verfügung:

- Vlasios Choulidis, Vorstandsvorsitzender, Drillisch AG
- André Driesen, Vorstand Finanzen, Drillisch AG
- Paschalis Choulidis, Berater der Drillisch AG

3. Definition wesentlicher Kennzahlen

Anlagenintensität _t =	$\frac{\text{Sachanlagevermögen}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
CAPEX-Umsatz-Quote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Days Payable Outstanding (DPO) _t =	$\frac{\varnothing \text{ Verbindlichkeiten aus LuL}_t \cdot 365}{\text{Umsatzkosten}_t}$
Days Sales Outstanding (DSO) _t =	$\frac{\varnothing \text{ Forderungen aus LuL}_t \cdot 365}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
EK-Quote (zu Buchwerten) _t =	$\frac{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
FK-Quote (zu Marktwerten) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Unternehmensgesamtwert}_t}$
Eigenkapitalrendite _t =	$\frac{\text{Jahresüberschuss}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_{t-1}}$
Gesamtkapitalrendite _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Buchwert des Gesamtkapitals}_{t-1}}$
Return on Invested Capital (ROIC) _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Vermögensumschlag _t =	$\frac{\text{Umsatzerlöse}_t}{\text{Bilanzsumme}_{t-1}}$
Verschuldungsgrad (Bw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$
Verschuldungsgrad (Mw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Wert des Eigenkapitals}_t}$