

ÜBERTRAGUNGSBERICHT

Bericht der
RAS Beteiligungs GmbH
als Hauptaktionärin der
home24 SE

über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
home24 SE auf die RAS Beteiligungs GmbH

sowie

über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß
Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001
über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes

29. Oktober 2024

INHALTSVERZEICHNIS

A	Überblick	7
B	home24 und die home24-Gruppe	9
I.	Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	9
II.	Organe und Vertretung	10
1.	Vorstand	10
2.	Aufsichtsrat	10
III.	Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsenhandel.....	11
1.	Grundkapital	11
2.	Genehmigtes Kapital.....	11
3.	Bedingtes Kapital.....	11
4.	Aktionärsstruktur der Gesellschaft	12
5.	Börsenhandel und Delisting	12
IV.	Struktur der home24-Gruppe	12
1.	Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen	12
2.	Konzernstruktur	13
V.	Geschichte und Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe.....	13
VI.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der home24-Gruppe.....	14
1.	Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2022 und 2021	14
2.	Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der home24- Gruppe im Geschäftsjahr 2023	16
3.	Ausblick für das Geschäftsjahr 2024	16
4.	Mitarbeiter.....	17
5.	Mitbestimmung	18
C	Die RAS Beteiligungs GmbH als Hauptaktionärin.....	18
I.	Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr	18

II.	Gesellschaftsorgane der RAS und Vertretung	18
III.	Gesellschaftsstruktur der RAS	19
1.	Gesellschafter der RAS	19
2.	Gesellschafter der XXXLutz	19
D	Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der home24 durch die RAS	20
I.	Historie des Erwerbs von home24-Aktien durch die RAS	20
1.	Übernahmeangebot	20
2.	Delisting-Erwerbsangebot	21
3.	Parallel- und Nacherwerbe	21
II.	Gegenwärtige Beteiligungshöhe	21
E	Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	21
I.	Beschleunigte Beschlussfassung der Hauptversammlung	21
II.	Kosteneinsparung	22
III.	Keine alternativen Strukturmaßnahmen	22
F	Voraussetzungen für die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre	22
I.	Überblick über die gesetzlichen Regelungen	22
II.	Beteiligung der RAS am Grundkapital der Gesellschaft	24
III.	Verlangen der RAS auf Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre	24
IV.	Festlegung der Barabfindung	25
V.	Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG	25
VI.	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG	26
VII.	Zugänglichmachung der Unterlagen für die Hauptversammlung	26
VIII.	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung	27
IX.	Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister	27
G	Folgen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	28

I.	Übergang der home24-Aktien auf die Hauptaktionärin.....	28
II.	Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung.....	28
III.	Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung.....	29
IV.	Steuerliche Auswirkungen	30
1.	Vorbemerkungen.....	30
2.	Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären	31
3.	Aktien im Privatvermögen.....	31
4.	Aktien im Betriebsvermögen	33
5.	Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen	34
6.	Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors	35
H	Erläuterung und Begründung der Barabfindung und ihrer Angemessenheit	36
I.	Vorbemerkung	36
II.	Ermittlung und Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG	36
III.	Unternehmenswert der Gesellschaft	37
IV.	Börsenkurs	38
V.	Ergebnis	38
I	Überprüfung der Angemessenheit durch gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG	39

ANLAGENVERZEICHNIS

- | | |
|-----------------|--|
| Anlage 1 | Gutachtliche Stellungnahme der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft |
| Anlage 2 | Übertragungsverlangen der RAS Beteiligungs GmbH (Schreiben vom 20. August 2024, Mitteilung nach § 20 AktG vom 22. Oktober 2024 und Schreiben vom 29. Oktober 2024 an den Vorstand der home24 SE) |
| Anlage 3 | Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH vom 25. Oktober 2024 gemäß § 327b Abs. 3 AktG |
| Anlage 4 | Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH vom 28. Oktober 2024 |
| Anlage 5 | Übersicht über die home24-Gruppe zum 30. Juni 2024 |
| Anlage 6 | Übersicht der mit der RAS Beteiligungs GmbH verbundenen Unternehmen |

DEFINITIONSVERZEICHNIS

A

AktG 7

B

Bewertungsstichtag..... 35

C

Clearstream 28

G

Gesellschaft 7

Gutachtliche Stellungnahme 8

H

Hauptaktionärin 7

HGB..... 14

home24 7

home24-Aktien 7

home24-Gruppe 7

I

IDW S 1 36

IFRS..... 12

IVA..... 9

L

LSW GmbH..... 19

LSW Privatstiftung 19

M

Minderheitsaktionäre 7

R

RAS 7

RSM Ebner Stolz 8

S

Satzung 9

Segment Europa..... 12

Segment Lateinamerika..... 12

SGW-Immo-GmbH..... 20

SKUs..... 13

Squeeze-out..... 8

U

Übernahmeangebot 20

UniCredit GmbH..... 9

W

WSF Privatstiftung..... 19

X

XXXLutz 19

XXXLutz Verwaltungs GmbH 19

Übertragungsbericht

A Überblick

Gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO¹ i.V.m. § 327a Aktiengesetz ("**AktG**") kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören ("**Hauptaktionärin**"), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (aktienrechtlicher Squeeze-out).

Die RAS Beteiligungs GmbH, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wien, Österreich, mit Geschäftsanschrift Kelsenstraße 9, 1030 Wien, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 94005 v, ("**RAS**") ist gegenwärtig mit insgesamt 32.363.910 auf den Inhaber lautenden Stückaktien ohne Nennbetrag an der home24 SE, eine nach deutschem Recht gegründete europäische Aktiengesellschaft (*societas europaea*) mit Sitz in Berlin, Deutschland, mit Geschäftsanschrift Otto-Ostrowski-Straße 3, 10249 Berlin, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 196337 B, ("**Gesellschaft**" oder "**home24**", zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften, "**home24-Gruppe**") beteiligt. Sie hat ihre Beteiligung an der Gesellschaft durch Aktienерwerbe im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots, eines Delisting-Erwerbsangebots, durch börsliche und außerbörsliche Erwerbe außerhalb des Übernahmeangebots und des Delisting-Erwerbsangebots sowie durch den Vollzug verschiedener Wertpapierdarlehen erlangt. Die Einzelheiten zur Erlangung der Beteiligung sind unter D. dargestellt.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 33.724.852,00 und ist in 33.724.852 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt ("**home24-Aktien**"). Zum Datum dieses Übertragungsberichts hält die Gesellschaft 2.735 eigene Aktien, die für die Zwecke der Berechnung des Gesamtbetrags des Grundkapitals nach § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG außer Betracht bleiben. Entsprechend hält die RAS unmittelbar 95,97 %² der Anteile an der Gesellschaft. Sie ist somit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹ Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. Nr. L 294 Satz 1. Im Folgenden wird aus Vereinfachungsgründen bei der Bezugnahme auf die für nationale Aktiengesellschaften geltenden Gesetze auf den verweisenden Zusatz "Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO" verzichtet und ausschließlich die einschlägige Vorschrift des Aktiengesetzes genannt.

² Die prozentualen Angaben in diesem Übertragungsbericht sind, soweit notwendig, kaufmännisch gerundet.

In dieser Eigenschaft hat sich die RAS dazu entschlossen, von der rechtlichen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG (im Folgenden "**Squeeze-out**") Gebrauch zu machen.

Mit Schreiben vom 20. August 2024 hat die RAS das (erste) Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die RAS gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Mit Schreiben vom 22. Oktober 2024, das als **Anlage 2** beigelegt ist, hat die RAS der Gesellschaft gemäß § 20 AktG formell mitgeteilt, dass ihr eine Mehrheitsbeteiligung an der Gesellschaft gehört und in diesem Zusammenhang um öffentliche Bekanntmachung der Absicht der RAS, einen Squeeze-Out durchzuführen, gebeten. Dem ist die Gesellschaft am 22. Oktober 2024 unverzüglich nachgekommen.

Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung auf Grundlage der von der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart, ("**RSM Ebner Stolz**") am 29. Oktober 2024 erstellten gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der home24 und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG ("**Gutachtliche Stellungnahme**") hat die RAS ein (zweites) konkretisiertes Verlangen mit Schreiben vom 29. Oktober 2024 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 7,46 je Aktie an die Gesellschaft übermittelt. Die Gutachtliche Stellungnahme ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1**, die Kopien der Übertragungsverlangen sind als **Anlage 2** beigelegt.

Die home24 wird voraussichtlich am 30. Oktober 2024 das konkretisierte Verlangen der RAS sowie die Höhe der festgelegten Barabfindung mit einer Pressemitteilung bekannt machen.

Auf dieser außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft soll der Beschluss zur Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft wird mit Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg wirksam. Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die von der RAS unter anderem auf Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme festgelegt wurde. Die RAS macht sich die Gutachtliche Stellungnahme, die integraler Bestandteil dieses Übertragungsberichts ist, in vollem Umfang zu eigen.

Das Landgericht Berlin II hat auf Antrag der RAS vom 20. August 2024 mit Beschluss vom 22. August 2024 (Az.: 102 AR 8/24 AktG) die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Savignystraße 34, 60325 Frankfurt am Main, ("**IVA**") als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Die IVA hat die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüft und hierüber einen gesonderten schriftlichen Prüfungsbericht erstattet.

Die RAS hat eine Erklärung der UniCredit Bank GmbH ("**UniCredit GmbH**") im Sinne des § 327b Abs. 3 AktG vom 25. Oktober 2024 erhalten, mit der die UniCredit GmbH die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der RAS als Hauptaktionärin übernommen hat, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung ist als **Anlage 3** beigelegt. In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften wurde diese Gewährleistungserklärung dem Vorstand der Gesellschaft am 25. Oktober 2024 und damit vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung, die über den Squeeze-out beschließen soll, übermittelt.

Die RAS erstattet den vorliegenden schriftlichen Bericht i.S.v. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, in dem die Minderheitsaktionäre über die Voraussetzungen für die Übertragung ihrer home24-Aktien informiert und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

B home24 und die home24-Gruppe

I. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die home24 hat ihren Sitz in Berlin, Deutschland, mit der Geschäftsanschrift Otto-Ostrowski-Straße 3, 10249 Berlin. Sie ist eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg (Berlin) unter HRB 196337 B.

Die Satzung der home24 existiert in der Fassung vom 3. Juli 2024 ("**Satzung**").

Das Geschäftsjahr entspricht gemäß § 21 der Satzung dem Kalenderjahr.

§ 2 der Satzung definiert den Gegenstand des Unternehmens wie folgt:

(1) Gegenstand des Unternehmens ist Marketing und Verkauf von Waren jeglicher Art, insbesondere Möbel und damit vergleichbare Konsumgüter, vorrangig über das Internet einschließlich Aufbau, Ver- und Betrieb von e-Commerce Plattformen sowie Entwicklung, Vermarktung und Erbringung von damit im Zusammenhang

stehenden Dienstleistungen, die Erbringung von Logistikdienstleistungen und jegliche mit dem vorgenannten Unternehmensgegenstand zusammenhängende Geschäfte.

(2) Die Gesellschaft kann auch andere Unternehmen im In- und Ausland gründen, erwerben und sich an ihnen beteiligen sowie solche Unternehmen leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken. Sie kann ihren Betrieb, auch von ihr gehaltene Beteiligungen, ganz oder teilweise durch verbundene Unternehmen führen lassen oder auf solche übertragen oder auslagern. Sie kann Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten sowie alle Geschäfte betreiben, die geeignet erscheinen, den Gesellschaftszweck zu fördern.

II. Organe und Vertretung

Die home24 hat ein duales Führungssystem, das aus Vorstand und Aufsichtsrat besteht:

1. Vorstand

Der Vorstand der Gesellschaft besteht gemäß § 7 Abs. 1 Satz 1 der Satzung aus einer oder mehreren Personen. Gemäß § 7 Abs. 1 Satz 2 der Satzung bestimmt der Aufsichtsrat die Anzahl der Vorstandsmitglieder.

Gegenwärtig besteht der Vorstand aus zwei Mitgliedern:

- Marc Appelhoff (Vorsitzender); und
- Philipp Steinhäuser (Mitglied des Vorstands).

Nach § 8 Abs. 2 der Satzung wird die Gesellschaft wie folgt vertreten: Ist nur ein Vorstandsmitglied bestellt, so vertritt es die Gesellschaft allein. Besteht der Vorstand aus mehreren Personen, so wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen gesetzlich vertreten.

2. Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht gemäß § 9 Abs. 1 der Satzung aus vier Mitgliedern. Dem Aufsichtsrat gehören an:

- Mag. Matthias Ley (Vorsitzender);
- Mag. Michael Seifert;
- Mag. Nikola Seifert; und
- Dr. Philipp Kreibohm.

III. Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsenhandel

1. Grundkapital

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 33.724.852,00 und ist in 33.724.852 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Es gibt keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Jede Aktie berechtigt zu einer Stimme. Zum Datum dieses Übertragungsberichts hält die Gesellschaft 2.735 eigene Aktien, mit denen keine Stimm- und Dividendenrechte verbunden sind und die einem Anteil von gerundet 0,01 % am Grundkapital der Gesellschaft entsprechen.

2. Genehmigtes Kapital

Der Vorstand der Gesellschaft ist gemäß § 4 Abs. 4 der Satzung ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft in der Zeit bis zum 29. Juni 2028 mit Zustimmung des Aufsichtsrats einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 21.769,00 durch Ausgabe von bis zu EUR 21.769,00 auf den Inhaber lautende Stückaktien gegen Sacheinlage zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2015/III). Das Bezugsrecht der Aktionäre ist ausgeschlossen.

Der Vorstand der Gesellschaft ist ferner gemäß § 4 Abs. 7 der Satzung ermächtigt, das Grundkapital in der Zeit bis zum 29. Juni 2028 mit Zustimmung des Aufsichtsrats um bis zu insgesamt EUR 6.732.626,00 durch Ausgabe von bis zu 6.732.626 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmalig oder mehrmals zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2023). Den Aktionären ist grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen.

Für Einzelheiten wird auf die jeweiligen Satzungsregelungen verwiesen.

3. Bedingtes Kapital

Gemäß § 4 Abs. 5 der Satzung der Gesellschaft ist das Grundkapital der Gesellschaft um bis zu EUR 2.754.983,00 durch Ausgabe von bis zu 2.754.983 auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2019). Das Bedingte Kapital 2019 dient ausschließlich der Bedienung von Bezugsrechten, die den Bezugsberechtigten im Rahmen des LTIP 2019 (bzw. unter der vorherigen Bezeichnung LTIP 2017) gewährt wurden.

Gemäß § 4 Abs. 8 der Satzung der Gesellschaft ist das Grundkapital der Gesellschaft um bis zu EUR 10.774.773,00 durch Ausgabe von bis zu

10.774.773 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien (Stammaktien) bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2020). Das Bedingte Kapital 2020 dient der Gewährung von Aktien bei der Ausübung von Wandlungs- oder Optionsrechten bzw. bei der Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten an die Inhaber bzw. Gläubiger bestimmter Schuldverschreibungen.

Für Einzelheiten wird auf die jeweiligen Satzungsregelungen verwiesen.

4. Aktionärsstruktur der Gesellschaft

Die RAS hält im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts 32.363.910 Aktien bzw. 95,97 % der Anteile an der home24 i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG. Die Gesellschaft hält 2.735 eigene Aktien. Die übrigen home24-Aktien befinden sich im Streubesitz.

5. Börsenhandel und Delisting

Die home24-Aktien werden nicht mehr im regulierten Markt einer Börse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt.

Die home24 hat am 30. August 2023 einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der home24-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gestellt (Delisting). Die Frankfurter Wertpapierbörse hat die Zulassung der home24-Aktien im Primärmarkt mit Ablauf des 14. September 2023 widerrufen, woraufhin der Handel mit home24-Aktien im General Standard der Deutsche Börse AG eingestellt wurde.

Der Handel im Freiverkehr auf Veranlassung der Gesellschaft an den Regionalbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover und Stuttgart wurde ebenfalls eingestellt.

Die home24-Aktien werden nicht mehr im regulierten Markt einer Börse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt.

IV. Struktur der home24-Gruppe

1. Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen

home24 hat mehrere Tochtergesellschaften, die in Europa im Wesentlichen unter den Marken "home24" und "Butlers" ("**Segment Europa**") sowie in Lateinamerika unter dem Namen "Mobly" ("**Segment Lateinamerika**") aktiv sind. Sie hält zum Datum dieses Übertragungsberichts weltweit direkt und

indirekt Anteile an den in **Anlage 5** genannten zur home24-Gruppe gehörenden Gesellschaften.

2. Konzernstruktur

Der Konzernabschluss der home24-Gruppe wurde bis zum Geschäftsjahr 2023 nach International Financial Reporting Standards ("**IFRS**") aufgestellt. Die wesentliche Geschäftstätigkeit des Konzerns besteht aus dem Online-Handel mit einer Konzentration auf die Vermarktung, Logistik und den Vertrieb von Home & Living-Produkten in Kontinentaleuropa und Brasilien.

Der Vorstand der Gesellschaft steuert alle Aktivitäten der home24-Gruppe, sowohl im Segment Europa als auch, im Rahmen ihrer Beteiligung, im Segment Lateinamerika. Die Lage des Konzerns im Segment Europa entspricht im Wesentlichen der Lage der home24.

V. Geschichte und Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe

home24 wurde 2009 unter dem Namen FP Commerce in Berlin, Deutschland, mit der Vision, Onlineshopping für Home & Living einfacher und zugänglicher zu machen als Nischenshop-System gegründet. Anschließend wurden nach und nach Online-Shops für Gartenmöbel und sonstige Möbel in das Nischenshop-System aufgenommen, um Kunden eine Alternative zu Menschenmassen, Warteschlangen und Ladenschlusszeiten in stationären Möbelhäusern zu bieten. Im März 2012 wurden sodann alle Nischen-Shops zusammengeführt und aus der Ursprungsidee wurde home24, eine Plattform für Online-Shopping im Bereich Home & Living.

Als eines der derzeit führenden Unternehmen in diesem Bereich ist home24 im Segment Europa in den Ländern Deutschland, der Schweiz, Österreich, Frankreich, Niederlande, Belgien und Italien und mit einer Tochtergesellschaft für den Bezug von Ware in China hauptsächlich unter der Marke "home24" geschäftstätig. Das Segment Lateinamerika beinhaltet die Geschäftsaktivitäten in Brasilien unter der Marke "Mobly". Zur Unternehmensgruppe gehört seit April 2022 auch die Lifestyle-Marke Butlers mit rund 100 Filialen in der DACH-Region und weiteren im übrigen Europa. Die wesentliche Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe besteht aus dem Online-Handel mit einer Konzentration auf die Vermarktung, Logistik und den Vertrieb von Home & Living-Produkten in Kontinentaleuropa und Brasilien.

Um unterschiedliche Geschmäcker, Stilrichtungen und Budgets zu bedienen, bietet home24 seinen Kunden ein umfassendes Online-Angebot von Lagerhaltungseinheiten (stock keeping units, "**SKUs**") an Home & Living-Produkten in Europa und unter der Marke Mobly in Brasilien an. Das breite Sortiment umfasst Großmöbel (zum Beispiel Wohn- und Esszimmer-, Polster- und Schlafzimmermöbel), Accessoires und Lampen.

Das Sortiment der home24-Gruppe besteht aus zahlreichen Marken, darunter eine Vielzahl von Eigenmarken.

Durch den Unternehmenszusammenschluss mit der Butlers-Gruppe wurde das Angebot der Eigenmarkenprodukte wesentlich gestärkt. Gleichzeitig erweitert der 2022 gestartete Marktplatz die Verfügbarkeit von Dritt- und Handelsmarkenprodukten auf der home24-Plattform. Insgesamt bezieht home24 seine Produkte weltweit von unterschiedlichen Lieferanten.

Der Vertriebsschwerpunkt von home24 liegt dabei weiter im Online-Shopping Bereich. Allerdings wurde die durch Showrooms und Outlets bereits vorhandene Offline-Präsenz mit der Übernahme von Butlers ausgeweitet. Ziel ist es, über eine breitere Kundenansprache – online und offline – die Vorteile der home24-Plattform einem breiten Publikum nahezubringen.

VI. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der home24-Gruppe

Der folgende Abschnitt gibt einen Überblick über die wichtigsten Eckdaten der geschäftlichen Entwicklung und Ergebnissituation der home24-Gruppe. Weitere Informationen hierzu finden sich in der Gutachtlichen Stellungnahme, auf die verwiesen wird.

Die nachfolgend dargestellten Finanzangaben sind ohne Anpassungen den geprüften Konzernabschlüssen der home24-Gruppe für die am 31. Dezember 2023, 31. Dezember 2022 und 31. Dezember 2021 endenden Geschäftsjahre entnommen. Die Konzernabschlüsse wurden gemäß IFRS und den gemäß § 315a des Handelsgesetzbuches ("**HGB**") ergänzend zu berücksichtigenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellt. Soweit nicht anders angegeben, sind die genannten Werte kaufmännisch gerundet.

1. Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2022 und 2021

Finanzkennzahlen in EUR Mio.	2023	2022	2021
Konzernumsatz gesamt	544,1	601,0	615,5
Bereinigtes EBITDA	21,0	15,2	1,4
EBIT	-42,5	-46,7	-35,3
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-50,2	-49,9	-35,3
Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit	3,4	24,0	-63,1

Vermögens-/Kapitalstruktur in EUR Mio.	2023	2022	2021
Bilanzsumme	447,7	530,8	390,2
Langfristige Vermögenswerte	274,3	297,1	136,5
Kurzfristige Vermögenswerte	173,3	233,7	253,7
Eigenkapital	161,6	216,1	220,4
Eigenkapitalquote in Prozent	36,10 %	40,71 %	56,48 %
Langfristige Schulden	146,3	164,3	55,6
Kurzfristige Schulden	139,7	150,4	114,2

Investitionserlöse/Abschreibungen in EUR Mio.	2023	2022	2021
Cashflow aus der Investitionstätigkeit gesamt	-10,9	-49,3	-20,0
- Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen	-2,7	-10,8	-12,2
- Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-8,2	-9,8	-8,4
- Erlöse aus dem Verkauf von Sachanlagen	0,1	0,4	0,7
- Erlöse aus dem Verkauf von immateriellen Vermögensgegenständen	0,0	0,1	0,0
- Auszahlung aus der Gewährung von Darlehen	0,0	-2,7	0,0
- Auszahlungen für den Erwerb von Unternehmen abzüglich erhaltener Zahlungsmittel	0,0	-25,8	0,0
- Veränderung verfügbungsbeschränkter Zahlungsmittel und langfristig geleisteter Kauti- onen und Sicherheiten	-0,2	-0,7	-0,2
- Einzahlungen aus Zuwendungen der öffentli- chen Hand	keine Anga- ben	0,0	0,1
Abschreibungen gesamt	62,0	55,5	27,3
- auf immaterielle Vermögenswerte	12,0	14,2	8,7
- auf Sachanlagen	9,2	9,2	5,0
- auf Nutzungsrechte	40,8	32,1	13,6

Mitarbeiter	2023	2022	2021
Anzahl (Jahresdurchschnitt)	2.731	2.688	1.882

Anzahl (stichtagsbezogen: 31. Dezember)	2.715	3.020	2.084
---	-------	-------	-------

2. Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der home24-Gruppe im Geschäftsjahr 2023

home24 hat es in einem weiterhin herausfordernden Marktumfeld geschafft, den Bruttobestelleingang nahezu konstant zu halten (-2 %) und konnte somit Marktanteile hinzugewinnen. Gleichzeitig stand im Fokus der home24 Gruppe eine rigide Kostendisziplin. Wie bereits im Vorjahr, konnten auch in 2023 die Margen noch einmal signifikant gesteigert werden. Die Fixkosten sind gegenüber dem Vorjahr angestiegen. Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der Tatsache, dass die Butlers Gruppe erstmals über das gesamte Jahr konsolidiert wurde (2022: neun Monate). Das Marktplatzgeschäft konnte in 2023 erfolgreich skaliert werden. Mit über EUR 100 Mio. Bruttowarenvolumen aus dem Marktplatzgeschäft ist home24 der mittlerweile größte, auf Home & Living spezialisierte, Marktplatz Europas.

Die in 2022 gestartete Integration der Organisation und der Systeme der Butlers Gruppe war in 2023 geprägt von großen Fortschritten und liegt im Plan. Die bereits erwähnten Margen-Verbesserungen resultieren zu einem Teil auch aus der Kooperation im Einkauf mit Unternehmen aus der XXXLutz Gruppe. Die XXXLutz Gruppe betreibt über 370 Einrichtungshäuser in 14 europäischen Ländern, beschäftigt mehr als 27.100 Mitarbeiter und ist nach Umsatz einer der größten Möbelhändler der Welt.

Im Geschäftsjahr 2023 lag der Fokus von home24 in einem herausfordernden Marktumfeld auf der Erreichung der gesteckten Profitabilitätsziele, vor allem mit der weiteren Skalierung des Marktplatzgeschäfts, der Nutzung des gemeinsamen Kundenpotentials der Butlers Gruppe und dem weiteren Ausbau der eigenen Lieferkapazitäten. Dies spiegelt sich in der Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns wider.

Mit einer Umsatzentwicklung in 2023 von währungsbereinigt -10 % konnte das im Lagebericht 2022 kommunizierte Ziel einer Umsatzentwicklung von -15 % bis +5 % (währungsbereinigt) erreicht werden. Das bereinigte E-BITDA war trotz des Umsatzrückganges mit +4 % am oberen Ende der prognostizierten Spanne von +1 % bis +5 % für das bereinigte EBITDA.

3. Ausblick für das Geschäftsjahr 2024

Auch für das Geschäftsjahr 2024 hat das Management ein herausforderndes Umfeld mit Unsicherheiten bezüglich der Konsumentenstimmung und der

Entwicklung von wesentlichen Kostenpositionen erwartet. Die weitere Entwicklung von Inflationsraten und Arbeitslosenquoten mit ihren Implikationen auf das verfügbare Einkommen der Konsumenten bleiben ein wesentlicher Einflussfaktor für das Umsatzpotenzial von home24 im Geschäftsjahr 2024. Kostenpositionen wie Container-Frachtraten bleiben volatil, wie sich durch die wiederholten Angriffe der Huthi im Jemen auf Containerschiffe im Roten Meer gezeigt hat. Ebenso wird die Entwicklung von Energie-, Lohn- und Dienstleistungskosten den Anspannungsgrad auf der Kostenseite und somit weitere mögliche Profitabilitätsverbesserungen von home24 wesentlich beeinflussen.

Wie im Vorjahr wird home24 im Geschäftsjahr 2024 den operativen Schwerpunkt auf die Themen fokussieren, die aktiv selbst beeinflusst werden können. Hierzu zählen weiterhin die systemseitige und operative Optimierung der gemeinsamen Kundenansprache mit Butlers, die weitere Expansion des Marktplatzgeschäftes sowie die einkaufs- und vertriebsseitige Zusammenarbeit mit der XXXLutz Gruppe.

Unter den aktuellen Gegebenheiten geht die Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2024 nicht von einem Umsatzwachstum unter konstanter Währung aus. Der Konzern strebt für das Geschäftsjahr 2024 eine weitere Verbesserung der bereinigten EBITDA-Marge in einer Spanne von +4 % bis +8 % an.

Da keine weiteren Kaufpreiszahlungen aus der Butlers-Akquisition in 2024 fällig sind, wird sich der Zahlungsmittelabfluss aus Investitionstätigkeit gegenüber dem Vorjahr verringern. Bezüglich des Nettoumlaufvermögens ist bei einem Umsatzwachstum am unteren Ende der genannten Bandbreite ein stabiles Niveau zu erwarten. Für die nichtfinanziellen Leistungsindikatoren erwartet der Vorstand für das Jahr 2024 aufgrund des wachsenden Marktanteils im Jahresvergleich eine gegenüber dem Umsatzwachstum leicht stärkere Entwicklung: Der Bruttoauftragswert, die Anzahl aktiver Kunden und die Anzahl Bestellungen sollten im Jahresvergleich besser ausfallen als die Umsatzentwicklung. Gleichzeitig wird durch die niedrigeren Warenkörbe im Marktplatzsegment von einem leichten Rückgang des durchschnittlichen Bestellwerts ausgegangen.

4. Mitarbeiter

Die home24-Gruppe beschäftigte zum 31. Dezember 2023 weltweit 2.715 Mitarbeiter (Vorjahr: 3.020). Im zwölfmonatigen Durchschnitt waren im Geschäftsjahr 2023 weltweit 2.731 Mitarbeiter (Vorjahr: 2.688) beschäftigt.

5. Mitbestimmung

Der Aufsichtsrat der home24 unterliegt keiner Arbeitnehmermitbestimmung.

C Die RAS Beteiligungs GmbH als Hauptaktionärin

I. Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr

Die RAS wurde am 12. Juli 1971 als Maculan Holding AG errichtet und am 12. August 1971 in das Firmenbuch der Republik Österreich des Handelsgerichts Wien eingetragen und firmiert. Nach zwischenzeitlicher Umfirmierung in KRH Holding AG am 15. August 2003 (Eintragung in das Firmenbuch der Republik Österreich) wird sie seit dem 6. Oktober 2004 (Eintragung in das Firmenbuch der Republik Österreich) unter der aktuellen Firma RAS Beteiligungs GmbH im Firmenbuch der Republik Österreich des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 94005 v geführt. Ihre Geschäftsanschrift lautet Kelsenstraße 9, 1030 Wien, Österreich.

Unternehmensgegenstand der RAS ist gemäß ihrem Gesellschaftsvertrag der Erwerb, der Besitz und die Verwaltung von Beteiligungen an anderen Unternehmen, die Übernahme der Geschäftsführung für andere Unternehmen im Falle der Übernahme einer Beteiligung, ausgenommen Bank- und Börsengeschäfte, sowie der Handel mit Waren aller Art.

Das Stammkapital der RAS beträgt EUR 4.000.000,00 und ist vollständig eingezahlt. Hauptgesellschafterin ist die XXXLutz (wie nachfolgend dargestellt).

Das Geschäftsjahr der RAS endet am 31. März des jeweiligen Jahres.

II. Gesellschaftsorgane der RAS und Vertretung

Gemäß Ziffer V. Nr. 1 des Gesellschaftsvertrags hat die RAS zwei oder mehrere Geschäftsführer. Sie wird gemäß Ziffer V. Nr. 2 ihres Gesellschaftsvertrags durch je zwei Geschäftsführer gemeinsam vertreten, sofern die Generalversammlung nicht einzelnen Geschäftsführern Alleinvertretungsmacht einräumt. Gemäß Firmenbuchauszug der Republik Österreich sind die Geschäftsführer außerdem jeweils mit einem Prokuristen vertretungsberechtigt. Hiernach sind ferner die beiden Prokuristen gemeinsam vertretungsberechtigt.

Die RAS hat gegenwärtig sechs Geschäftsführer:

- Dr. Cornelia Leitl;
- Dr. Thomas Kroiss;
- Mag. Michael Seifert;

- Mag. Mario Brozovic;
- Mag. Nikola Seifert (nicht gemeinsam mit Fabian Roman Seifert vertretungsbe-rechtigt); und
- Fabian Roman Seifert (nicht gemeinsam mit Mag. Nikola Seifert vertretungsbe-rechtigt).

Die RAS hat gegenwärtig zwei Prokuristen:

- Mag. Roland Werner; und
- Mag. Peter Wrba.

III. Gesellschaftsstruktur der RAS

Eine Übersicht der mit der RAS verbundenen Unternehmen ist diesem Übertragungs-bericht als **Anlage 6** beigelegt.

1. Gesellschafter der RAS

Gesellschafterin der RAS ist zu 99,5 % die XXXLutz KG, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Kommanditgesellschaft mit Sitz in Wels, Österreich, mit Geschäftsanschrift Römerstraße 39, 4600 Wels, Österreich, ein-ge-tragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Landesgerichts Wels un-ter der Firmenbuchnummer FN 336561 v ("**XXXLutz**").

Die weiteren 0,5 % werden zu jeweils 0,25 % gehalten von (i) der WSF Privatstiftung, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Privatstiftung mit eigener Rechtspersönlichkeit mit Sitz in Wels, Österreich, mit Geschäftsanschrift Römerstraße 39, 4600 Wels, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Landesgerichts Wels unter der Firmenbuchnummer FN 137292 a ("**WSF Privatstiftung**"), und (ii) der LSW Privatstiftung, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Privatstiftung mit eigener Rechtspersönlichkeit mit Sitz in Wels, Österreich, mit Geschäftsanschrift Rö-merstraße 39, 4600 Wels, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Landesgerichts Wels unter der Firmenbuchnummer FN 137289 x ("**LSW Privatstiftung**").

2. Gesellschafter der XXXLutz

Komplementärinnen der XXXLutz sind Frau Julia Fronik und die XXXLutz Verwaltungs GmbH, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wels, Österreich, mit Ge-

schäftsanschrift Römerstraße 39, 4600 Wels, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Landesgerichts Wels unter der Firmenbuchnummer FN 335101 x ("**XXXLutz Verwaltungs GmbH**").

Kommanditisten der XXXLutz sind zu gleichen Anteilen (jeweils 50 %) die LSW GmbH, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wels, Österreich, mit Geschäftsanschrift Römerstraße 39, 4600 Wels, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Landesgerichts Wels unter der Firmenbuchnummer FN 272503 s ("**LSW GmbH**"), die wiederum zu 100 % von der LSW Privatstiftung gehalten wird, und die SGW-Immo-GmbH, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wels, Österreich, mit Geschäftsanschrift Römerstraße 39, 4600 Wels, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Landesgerichts Wels unter der Firmenbuchnummer FN 464343 h ("**SGW-Immo-GmbH**"), die wiederum zu 100 % von der WSF Privatstiftung gehalten wird.

D Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der home24 durch die RAS

I. Historie des Erwerbs von home24-Aktien durch die RAS

1. Übernahmeangebot

Die RAS, die LSW GmbH und die SGW-Immo-GmbH haben am 11. November 2022 ein öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb sämtlicher home24-Aktien veröffentlicht ("**Übernahmeangebot**"). Die Annahmefrist des Übernahmeangebots endete am 9. Dezember 2022. Die weitere Annahmefrist endete am 28. Dezember 2022. Das Übernahmeangebot wurde bis zum Ende der weiteren Annahmefrist für insgesamt 23.254.956 home24-Aktien angenommen, was ca. 69,25 % des Grundkapitals von home24 bei Ablauf der erweiterten Annahmefrist des Übernahmeangebots entsprach. Dementsprechend hielten die RAS, die LSW GmbH und die SGW-Immo-GmbH nach dem Übernahmeangebot zusammen mit den 3.046.366 home24-Aktien (d.h. ca. 9,07 % des Grundkapitals von home24 im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebots), die die RAS infolge der am 7. Oktober 2022 durchgeführten Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital erwarb, sowie getätigten Erwerben von Aktien und anderen Instrumenten insgesamt 31.118.421 home24-Aktien, was ca. 92,67 % des Grundkapitals der home24 bei Ablauf der erweiterten Annahmefrist des Übernahmeangebots entsprach.

2. Delisting-Erwerbsangebot

Am 28. Juli 2023 haben die RAS, die LSW GmbH und die SGW-Immo-GmbH den Aktionären der home24 ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Erwerb sämtlicher ausstehenden home24-Aktien zu einem Angebotspreis von EUR 7,50 je home24-Aktie unterbreitet. Das Angebot endete am 8. September 2023 um 24 Uhr (MESZ). Das Angebot wurde insgesamt für 284.342 home24-Aktien angenommen, was ca. 0,84 % des Grundkapitals der home24 entspricht.

3. Parallel- und Nacherwerbe

Die RAS, die LSW GmbH, die SGW-Immo-GmbH und die XXXLutz haben außerhalb des Übernahmeangebots und des Delisting-Erwerbsangebots börslich und außerbörslich weitere home24-Aktien erworben.

II. Gegenwärtige Beteiligungshöhe

Damit ist die RAS zum Zeitpunkt dieses Übertragungsberichts Eigentümerin von insgesamt 32.363.910 home24-Aktien, die einer Beteiligung von 95,97 % i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG entsprechen.

E Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

Die RAS möchte von der in §§ 327a ff. AktG vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machen, sich als Hauptaktionärin die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen. Im Folgenden werden die wesentlichen Beweggründe für das Übertragungsverlangen dargelegt.

I. Beschleunigte Beschlussfassung der Hauptversammlung

Nach Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die RAS wird sie die alleinige Aktionärin der Gesellschaft sein. Aus diesem Grund können Hauptversammlungsbeschlüsse zukünftig kurzfristig und ohne Beachtung der für eine Publikumshauptversammlung geltenden Form- und Fristvorschriften und ohne Beachtung von Schutzvorschriften zugunsten der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Somit kann zukünftig schnell und effektiv auf veränderte Umstände und Marktverhältnisse reagiert werden. Ferner können erforderliche Strukturmaßnahmen unter Einbeziehung der Hauptversammlung schneller und kostengünstiger umgesetzt werden. Dies gilt auch deshalb, weil durch die Übertragung die Gefahr von Verzögerungen erforderlicher Struktur- und Kapitalmaßnahmen durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären ausgeschlossen wird. Solche zeit- und kostenintensiven Verfahren können personelle und finanzielle Ressourcen der Gesellschaft binden, die nach dem Squeeze-out anderweitig eingesetzt werden können.

II. Kosteneinsparung

Durch den Wegfall des Erfordernisses einer Publikumshauptversammlung werden erhebliche Kosten eingespart. Die Ersparnis betrifft insbesondere Kosten für die Vorbereitung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung. Dazu zählen Kosten für die Technik, die Logistik sowie die Erstellung von Berichten und die Aufbereitung der Informationen für die Aktionäre. Diese Kosten fallen in einer Gesellschaft ohne Minderheitsaktionäre nicht an.

III. Keine alternativen Strukturmaßnahmen

Alternative Strukturmaßnahmen (insbesondere Unternehmensverträge), mit denen die oben genannten Vorteile in gleicher Weise erreicht werden können, sind nicht ersichtlich.

F Voraussetzungen für die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre

I. Überblick über die gesetzlichen Regelungen

Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Höhe der Barabfindung legt der Hauptaktionär fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG. Die Angemessenheit der Barabfindung ist auf Antrag des Hauptaktionärs durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen, der oder die vom zuständigen Landgericht ausgewählt und bestellt wird bzw. werden (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Der oder die sachverständigen Prüfer haben einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG).

Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG).

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistung des Kreditinstituts erfolgt im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter i.S.d. § 328 BGB, hier also zugunsten der Minderheitsaktionäre, so dass diese einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen das Kreditinstitut für den Fall erlangen, dass der Hauptaktionär die Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig zahlt.

Gemäß § 327c Abs. 3 AktG sind von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre (i) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung, (ii) die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, (iii) der Übertragungsbericht des Hauptaktionärs und (iv) der Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers auszulegen. Jeder Aktionär kann verlangen, dass ihm unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt wird (§ 327c Abs. 4 AktG). Nach § 327c Abs. 5 AktG entfallen diese vorgenannten Pflichten, wenn die genannten Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung an auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind. Zusätzlich müssen diese Unterlagen in der Hauptversammlung zugänglich gemacht werden (§ 327d Satz 1 AktG). Ferner sieht § 327d Satz 2 AktG vor, dass der Vorstand dem Hauptaktionär Gelegenheit geben kann, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Barabfindung zu Beginn der Verhandlung mündlich zu erläutern.

Die Hauptversammlung hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär zu beschließen, § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Für die Beschlussfassung genügt gemäß § 20 der Satzung in Verbindung mit § 133 Abs. 1 AktG die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen.

Der Vorstand der Gesellschaft hat den durch die Hauptversammlung gefassten Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über. Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung. Sind über die Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verbriefen sie bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär nur den Anspruch auf die Barabfindung, (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

Zu beachten ist schließlich, dass § 327f AktG eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses gestützt auf § 243 Abs. 2 AktG oder darauf, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist, ausschließt. Vielmehr wird die Angemessenheit der Barabfindung, sollte hierüber Uneinigkeit bestehen, in einem sogenannten Spruchverfahren auf Antrag gerichtlich überprüft. Das Gleiche gilt, wenn der Hauptaktionär eine Barabfindung nicht oder nicht ordnungsgemäß angeboten hat und eine hierauf gestützte Anfechtungsklage innerhalb der Anfechtungsfrist weder erhoben, zurückgenommen noch rechtskräftig abgewiesen worden ist.

II. Beteiligung der RAS am Grundkapital der Gesellschaft

Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von EUR 33.724.852,00 ist in 33.724.852 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Da die Gesellschaft Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der von der Hauptaktionärin nach § 327a Abs. 1 AktG zu haltende Anteil in Höhe von 95 % des Grundkapitals nach der Zahl der Aktien, § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 AktG. Die Gesellschaft hält 2.735 eigene Aktien.

95 % des Grundkapitals der Gesellschaft i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG entsprechen demnach, aufgerundet auf die volle home24-Aktie, 32.036.012 Stückaktien.

Die RAS hält derzeit gemäß der als **Anlage 4** beigelegten Depotbestätigung der UniCredit GmbH selbst und unmittelbar insgesamt 32.363.910 home24-Aktien, was 95,97 % der Anteile an der home24 i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG und der Stimmrechte der home24 entspricht. Somit ist die RAS Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

III. Verlangen der RAS auf Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre

Die RAS hat mit Schreiben vom 20. August 2024 das förmliche Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf sie als Hauptaktionärin der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Die RAS hat dieses Verlangen nach Festlegung der angemessenen Barabfindung mit Schreiben vom 29. Oktober 2024 an den Vorstand der Gesellschaft wiederholt und durch die Angabe der von ihr festgelegten angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 7,46 je home24-Aktie konkretisiert.

IV. Festlegung der Barabfindung

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Die Höhe der Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin berücksichtigen, § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 AktG.

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung erfolgte auf Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme, die sich die RAS zu eigen macht und als **Anlage 1** diesem Übertragungsbericht beigelegt ist. Die wesentlichen Einzelheiten der Ermittlung und Festlegung der angemessenen Barabfindung werden in Abschnitt H. erläutert und begründet.

Darauf basierend hat die RAS als Hauptaktionärin der Gesellschaft die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf

EUR 7,46 je home24-Aktie

festgelegt.

V. Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG

Die UniCredit GmbH hat am 25. Oktober 2024 eine Gewährleistungserklärung ausgestellt, mit der sie die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der RAS als Hauptaktionärin der Gesellschaft, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen home24-Aktien zu bezahlen, für den Fall übernommen hat, dass die RAS die von ihr festgelegte Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig (d.h. unverzüglich i.S.d. § 121 Abs. 1 Satz 1 BGB nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister) bezahlt. Von weiteren Bedingungen oder Befristungen ist die Zahlung der UniCredit GmbH nicht abhängig. Insbesondere sind Einwendungen und Einreden der UniCredit GmbH aus ihrem Verhältnis zur RAS gegenüber den Minderheitsaktionären ausgeschlossen.

Diese Gewährleistung erfolgte im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter i.S.d. § 328 BGB, so dass jedem Minderheitsaktionär ein unmittelbarer Zahlungsanspruch gegenüber der UniCredit GmbH zusteht. Die Gewährleistung umfasst auch eine etwaige Abfindungserhöhung im Vorfeld der Beschlussfassung der Hauptversammlung sowie den Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Verzinsung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG. Nicht erfasst wird jedoch der Differenzbetrag bei einer etwaigen nachträglichen Erhöhung der Barabfindung durch das Gericht im Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG.

In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG hat die RAS die vorgenannte Gewährleistungserklärung der UniCredit GmbH dem Vorstand am 25. Oktober 2024 und daher vor Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entscheiden soll, übermittelt.

Die Gewährleistungserklärung der UniCredit GmbH ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigelegt.

VI. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. In Übereinstimmung mit § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG wird die IVA über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einen gesonderten Bericht verfassen. Der Bericht wird gemäß § 327c Abs. 3 Nr. 4 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht.

VII. Zugänglichmachung der Unterlagen für die Hauptversammlung

Von der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Squeeze-out beschließen soll, an werden die folgenden Unterlagen über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht, § 327c Abs. 3 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG:

- (1) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung;
- (2) die Jahresabschlüsse und zusammengefassten Lageberichte der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2023, 2022 und 2021;
- (3) dieser Übertragungsbericht der RAS einschließlich seiner Anlagen, namentlich
 - der Gutachtlichen Stellungnahme (Anlage 1),
 - der Übertragungsverlangen der RAS (Anlage 2),
 - Gewährleistungserklärung der UniCredit GmbH (Anlage 3),
 - Depotbestätigung der UniCredit GmbH (Anlage 4),
 - Übersicht über die home24-Gruppe (Anlage 5), und
 - Übersicht der mit der RAS verbundenen Unternehmen (Anlage 6); sowie
- (4) der Prüfungsbericht der IVA als gerichtlich ausgewählter und bestellter sachverständiger Prüfer.

VIII. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung

Die außerordentliche Hauptversammlung soll am 13. Dezember 2024 die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die RAS als Hauptaktionärin beschließen.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat folgenden Wortlaut:

"Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der home24 SE mit Sitz in Berlin werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der RAS Beteiligungs GmbH mit Sitz in Wien, Republik Österreich, eingetragen im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 94005 v (Hauptaktionär), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 7,46 je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie auf den Hauptaktionär übertragen."

Der Übertragungsbeschluss bedarf gemäß § 20 der Satzung in Verbindung mit § 133 Abs. 1 AktG der einfachen Stimmenmehrheit, wobei auch die Hauptaktionärin stimmberechtigt ist.

IX. Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister

Nachdem die außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die RAS beschlossen hat, hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg anzu-melden. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle home24-Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die Hauptaktionärin über, § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist. Kann diese sogenannte Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss nicht eingetragen werden, es sei denn, dass die klageberechtigten Aktionäre durch notariell beurkundete Verzichtserklärung auf die Klage gegen die Wirksamkeit des Hauptversammlungsbeschlusses verzichten.

Eine fehlende Negativerklärung steht der Eintragung jedoch (unter anderem) dann nicht entgegen, wenn zwar eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurde, jedoch das nach § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Kammergericht Berlin auf Antrag der Gesellschaft durch Be-

schluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht, § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 1 AktG. Diese sogenannte Freigabeentscheidung ist unanfechtbar und ergeht, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag am Grundkapital von mindestens EUR 1.000,00 hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.

G Folgen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

I. Übergang der home24-Aktien auf die Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister geht nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG das Eigentum an allen home24-Aktien, die von Minderheitsaktionären gehalten werden, kraft Gesetzes auf die RAS als Hauptaktionärin über. Eine gesonderte Übertragung der home24-Aktien durch die Minderheitsaktionäre ist weder erforderlich noch möglich. Die Minderheitsaktionäre verlieren kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär und erhalten hierfür einen Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die RAS, der ebenfalls mit der Eintragung in das Handelsregister entsteht.

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der home24-Aktien ist die Ausbuchung der Aktien durch das jeweilige depotführende Kreditinstitut. Maßgeblich ist insofern allein die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister, § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG.

Nach dem Übergang des Eigentums an den home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die RAS verbriefen die bei der Clearstream Banking Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main ("**Clearstream**"), hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht, sondern nunmehr ausschließlich den Anspruch gegen die RAS auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung, § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG.

II. Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung

Der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die RAS entsteht mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem damit erfolgenden Übergang des Eigentums an den home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf

die RAS. Die Übertragung der home24-Aktien erfolgt Zug um Zug gegen Überweisung der Barabfindung über das System von Clearstream. Jeder Minderheitsaktionär der Gesellschaft erhält für je eine home24-Aktie einen Betrag von EUR 7,46.

Dieser Anspruch der Minderheitsaktionäre wird durch die oben im Abschnitt F, Unterabschnitt V., beschriebene Gewährleistungserklärung der UniCredit GmbH abgesichert.

Gemäß § 327b Abs. 2 AktG wird die Barabfindung einschließlich einer etwaigen nachträglichen Erhöhung im Spruchverfahren von der gerichtlichen Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz im Sinne des § 247 BGB verzinst. Gemäß § 10 HGB wird das Registergericht die Eintragung in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (www.registerbekanntmachungen.de) von Amts wegen bekannt machen. Mit der elektronischen Bekanntmachung gilt die Eintragung als bekannt gemacht.

III. Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung

Die RAS hat die UniCredit GmbH mit der Abwicklung der auszahlenden Barabfindung beauftragt.

Das Grundkapital der Gesellschaft ist aufgrund der Regelung in § 5 Abs. 2 der Satzung ausschließlich in Globalurkunden verbrieft. Diese Urkunden sind bei Clearstream hinterlegt.

Die Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei seinem depotführenden Institut, Zug um Zug gegen Ausbuchung der home24-Aktien. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (gegebenenfalls inklusive gesetzlicher Zinsen) auf dem Konto des jeweils das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream hat die RAS ihre Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweils depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Die Minderheitsaktionäre werden hierfür von ihrem depotführenden Institut gesondert informiert.

Die Entgegennahme der Barabfindung sowie die Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs werden von dem jeweiligen depotführenden Institut veranlasst. Von den Minderheitsaktionären ist insoweit nichts zu veranlassen. Die Ausbuchung gegen Barabfindung soll für die Minderheitsaktionäre kosten- und spesenfrei erfolgen. Die RAS wird den depotführenden Instituten daher einen marktüblichen Betrag für Provisionen und Spesen erstatten.

Weitere Einzelheiten der Barabfindung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses gesondert durch öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger übermittelt.

IV. Steuerliche Auswirkungen

1. Vorbemerkungen

Die Übertragung von home24-Aktien auf die RAS gegen Zahlung der festgelegten Barabfindung kann steuerrechtlich relevante Folgen haben.

Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und behandeln nur einige Aspekte der anfallenden Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer, die für Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von Bedeutung sein können. Die Darstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und kann eine individuelle steuerliche Beratung nicht ersetzen. Die Zusammenfassung bezieht sich grundsätzlich nur auf die bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen der Minderheitsaktionäre in Deutschland entstehende Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer, Kapitalertragsteuer und Gewerbesteuer sowie Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer. Behandelt werden dabei nur einige ausgewählte Aspekte dieser Steuerarten. Ferner sind die steuerlichen Auswirkungen für Aktionäre, die ihre Anteile über ein Investmentvermögen bzw. Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten, nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen. Die individuellen steuerlichen Verhältnisse der jeweiligen Minderheitsaktionäre werden nicht erörtert. Eine Gewähr für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Übertragungsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Allein die Beratung durch eine zur unbeschränkten Hilfeleistung in Steuersachen gemäß § 3 Steuerberatungsgesetz befugte Person gewährleistet, dass auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen berücksichtigt werden.

Die folgende Darstellung bezieht sich auf mögliche steuerliche Folgen für Minderheitsaktionäre, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig im Sinne des Einkommen- bzw. Körperschaftsteuergesetzes sind, d.h. auf diejenigen Minderheitsaktionäre, die ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. ihre Geschäftsleitung oder ihren Sitz in Deutschland haben.

Die Übertragung der home24-Aktien gegen Gewährung einer Barabfindung gilt steuerlich als Veräußerung. Gewinne, die bei der Übertragung von home24-Aktien gegen die nach § 327a Abs. 1 AktG zu zahlende Barabfindung entstehen, unterliegen bei den betroffenen Minderheitsaktionären deshalb den Vorschriften über die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen.

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Aktionäre der Gesellschaft relevant sein können.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre der Gesellschaft werden nachfolgend nicht erläutert. Die steuerlichen Auswirkungen für diese Aktionäre hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von Regelungen eines ggf. bestehenden und anwendbaren Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltende deutsche Steuerrecht. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern.

2. Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären

Die RAS als Hauptaktionärin hat auf der Grundlage einer von RSM Ebner Stolz als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der home24-Aktien durch die Minderheitsaktionäre auf EUR 7,46 je home24-Aktie festgelegt.

Die Übertragung der home24-Aktien auf die RAS gegen Erhalt der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft steuerlich eine Veräußerung ihrer home24-Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird dabei erzielt, wenn und soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Aktionär für die betreffende Aktie übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. der steuerliche Buchwert der Aktien bei dem Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns bzw. die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt insbesondere davon ab, ob die Aktien dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Aktionärs zuzuordnen sind und wann sie erworben wurden.

3. Aktien im Privatvermögen

Bei home24-Aktien, die ein Aktionär im Privatvermögen (unmittelbar oder über eine vermögensverwaltende Personengesellschaft) hält, hängt die Besteuerung zudem von der Höhe der Beteiligung des jeweiligen Aktionärs an der Gesellschaft ab.

a) Beteiligung von weniger als 1 %

War der Aktionär innerhalb der der Veräußerung vorausgegangenen fünf Jahre zu keinem Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft zu mindestens 1 % beteiligt, gelten die nachfolgend dargestellten Regelungen. Hat der Aktionär die Anteile unentgeltlich erworben, so werden die Besitzzeit und die Beteiligungsquote des Rechtsvorgängers – oder im Falle von mehreren aufeinanderfolgenden unentgeltlichen Erwerben aller seiner Rechtsvorgänger – mitberücksichtigt.

Bei home24-Aktien, die der Aktionär vor dem 1. Januar 2009 erworben hat, unterliegt ein Veräußerungsgewinn grundsätzlich nicht der deutschen Einkommensteuer. Veräußerungsverluste werden steuerlich entsprechend ebenfalls nicht berücksichtigt.

Hat der Aktionär die Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben und sind die oben genannten Voraussetzungen hinsichtlich der Beteiligungshöhe von stets weniger als 1 % erfüllt, so unterliegt der Veräußerungsgewinn der Einkommensteuer in Höhe eines besonderen Steuersatzes von 25 % (Abgeltungsteuer – zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie ggf. Kirchensteuer), unabhängig von der Halte-dauer. Veräußerungsverluste können nur mit anderen Aktienveräußerungsgewinnen verrechnet werden. Der Aktionär kann als Werbungskosten pauschal EUR 1.000,00 (zusammen veranlagte Ehegatten sowie eingetragene Lebenspartner pauschal EUR 2.000,00) steuermindernd geltend machen. Ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Die Einkommensteuer wird bei Verwahrung der Anteile in einem inländischen Wertpapierdepot grundsätzlich mit dem Kapitalertragsteuerabzug (Abgeltungsteuer) abgegolten. Auf Antrag und unter bestimmten weiteren Voraussetzungen können die Abfindungszahlungen jedoch in eine Einkommensteuerveranlagung als Einkünfte aus Kapitalvermögen einbezogen werden, insbesondere wenn dies zu einer niedrigeren Besteuerung mit Einkommensteuer als der Abgeltungsteuer beim Anteils-eigner führt.

b) Beteiligung von mindestens 1 % innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre

War der Aktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der der Veräußerung vorangegangenen fünf Jahre mindestens zu 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft beteiligt, so unterliegen 60 % des

Veräußerungsgewinns dem individuellen, progressiven Einkommensteuersatz (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer). Korrespondierend sind auch nur 60 % des Veräußerungsverlustes sowie mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig.

Ein potenzieller Kapitalertragsteuerabzug hat in diesen Fällen keine abgeltende Wirkung. Dieser ist im Rahmen der Veranlagung zur Einkommensteuer zu korrigieren. Der Veräußerer hat den Veräußerungsvorgang zwingend in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Die Kapitalertragsteuer wird auf die Einkommensteuerschuld angerechnet und kann erstattet werden, soweit sie die Einkommensteuer übersteigt.

4. Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien, die dem Betriebsvermögen eines Aktionärs der Gesellschaft zuzuordnen sind, hängt die Besteuerung davon ab, ob der Veräußerer der Körperschaftsteuer unterliegt oder eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft ist.

a) Aktionär unterliegt der Körperschaftsteuer

Sofern es sich bei dem Aktionär um eine Körperschaft handelt, sind im Ergebnis grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. Entsprechend unterliegen 5 % des Veräußerungsgewinns der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie der Gewerbesteuer.

Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

b) Aktionär ist eine natürliche Person

Sofern es sich bei dem Aktionär um eine natürliche Person handelt, unterliegt der Veräußerungsgewinn grundsätzlich zu 60 % der individuellen, progressiven Einkommensteuer der natürlichen Person (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer) und der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird grundsätzlich nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Aktionärs angerechnet.

Eventuelle Veräußerungsverluste und etwaige mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben sind zu

60 % abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen eingreifen.

c) Aktionär ist eine Personengesellschaft

Die Einkommen- oder Körperschaftsteuer (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag sowie ggf. Kirchensteuer) auf den Veräußerungsgewinn wird nur auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft erhoben. Die steuerliche Behandlung hängt deshalb grundsätzlich davon ab, ob der Gesellschafter der Personengesellschaft körperschaft- oder einkommensteuerpflichtig ist. Die Besteuerung folgt dabei grundsätzlich nach den für diese Steuern bereits dargestellten Regeln, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbarer Aktionär der Gesellschaft wäre.

Ein Veräußerungsgewinn unterliegt bei einer gewerblichen Personengesellschaft auf Ebene der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einem inländischen Betriebsvermögen zugehörig sind. Die Höhe des gewerbesteuerpflichtigen Veräußerungsgewinns richtet sich nach dem Steuerstatus der einzelnen Gesellschafter. Soweit es sich bei den Mitunternehmern/Gesellschaftern der Personengesellschaft um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt, sind grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer auf Ebene der Mitunternehmerschaft befreit. Soweit eine natürliche Person Mitunternehmer ist, sind grundsätzlich 40 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer befreit. Die Gewerbesteuer wird in diesem Fall nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Mitunternehmers angerechnet.

Veräußerungsverluste werden auf Ebene der Personengesellschaft gewerbesteuerlich nicht berücksichtigt, soweit es sich bei den Mitunternehmern um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt. Soweit natürliche Personen Mitunternehmer sind, wird ein Veräußerungsverlust grundsätzlich in Höhe von 60 % für gewerbesteuerliche Zwecke berücksichtigt.

5. Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen

Die Abfindungszahlungen unterliegen grundsätzlich der Kapitalertragsteuer, soweit die abgefundenen Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden und diese in einem inländischen Depot bei einem inländischen Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen oder einer Wertpapierhandelsbank ver-

wahrt werden. Diese den Verkauf abwickelnde, auszahlende Stelle hat dabei grundsätzlich für Rechnung der Minderheitsaktionäre von den Abfindungszahlungen eine Quellensteuer (Kapitalertragsteuer/Abgeltungsteuer) in Höhe von 25 % zuzüglich eines Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % hierauf (insgesamt also 26,375 %) sowie ggf. Kirchensteuer auf den Veräußerungsgewinn einzubehalten und an das zuständige Finanzamt abzuführen. Soweit etwaige Veräußerungsgewinne in die Veranlagung zur Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer einbezogen werden, werden die im Rahmen des Steuereinhalts abgeführten Steuerbeträge grundsätzlich angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

Ein Kapitalertragsteuerabzug findet grundsätzlich dann nicht statt, wenn die Aktien nicht in einem der oben genannten inländischen Depots verwahrt werden. Im Falle der Verwahrung in einem inländischen Depot wird die auszahlende Stelle vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand nehmen, wenn (i) der Minderheitsaktionär eine im Inland ansässige Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse ist, oder (ii) die Aktien zu einem inländischen Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs gehören, und dies der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck mitgeteilt wird. Außerdem kann unter weiteren Voraussetzungen auch bei natürlichen Personen, die die Aktien im Privatvermögen halten, auf Antrag vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand genommen werden. Dies gilt insbesondere im Falle des Unterschreitens des Sparerpauschbetrags (sogenannter Freistellungsauftrag) oder dem Vorliegen einer sogenannten Nichtveranlagungs-Bescheinigung.

6. Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors

Ist der Aktionär ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) und sind die Aktien nach § 340e Abs. 3 HGB dem Handelsbuch des Aktionärs zuzurechnen, so unterliegt ein Veräußerungsgewinn in voller Höhe der Besteuerung. Korrespondierend ist ein Veräußerungsverlust abzugsfähig. Gleiches gilt für Aktien, die bei Finanzunternehmen im Sinne des Kreditwesengesetzes, an denen Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute unmittelbar oder mittelbar zu mehr als 50 % beteiligt sind, zum Zeitpunkt des Erwerbs zum Betriebsvermögen als Umlaufvermögen auszuweisen sind, und für Aktien, die bei einem Lebens- oder Krankenversicherungsunternehmen, oder Pensionsfonds, den Kapitalanlagen zuzurechnen sind.

H Erläuterung und Begründung der Barabfindung und ihrer Angemessenheit

I. Vorbemerkung

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen sachverständigen Prüfer zu prüfen, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

Der Tag der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft, die über die Übertragung der home24-Aktien der Minderheitsaktionäre auf RAS beschließen soll, ist der relevante Bewertungsstichtag ("**Bewertungsstichtag**").

II. Ermittlung und Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG

Die RAS hat die angemessene Barabfindung auf einen Betrag von

EUR 7,46

je home24-Aktie

mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 festgelegt.

Die RAS hat zur Unterstützung bei der Festlegung der den Minderheitsaktionären zu gewährenden angemessenen Barabfindung RSM Ebner Stolz beauftragt, die den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung zu ermitteln. Dazu hat RSM Ebner Stolz den objektivierten Wert für die Gesellschaft je home24-Aktie anhand der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in ihrer aktuellen Fassung vom 2. April 2008 ("**IDW S 1**"), unter Beachtung des IDW Praxishinweises 2/2017 "Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion", als neutraler Gutachter auf Basis der Ertragswertmethode ermittelt. Dabei handelt es sich um eine Methode der Bewertungsbewertung, die neben anderen Bewertungsmethoden in der Praxis und Wissenschaft anerkannt ist.

Neben der Ertragswertmethode hat die Rechtsprechung auch eine marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses für die Bestimmung des wahren Werts der Unternehmensbeteiligung und damit der angemessenen Barabfindung als grundsätzlich geeignet anerkannt (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21). Dies setzt voraus, dass der Börsenkurs hinrei-

chend aussagekräftig ist, um den wahren Wert der Aktie widerzuspiegeln. Der Emittent muss ausreichende Informationen veröffentlichen und der Handel in der Aktie muss hinreichend liquide sein, damit diese Informationen im Kurs hinreichend reflektiert sind. RSM Ebner Stolz hat diese Aussagefähigkeit des Aktienkurses anhand verschiedener Kriterien geprüft. Dazu gehören Anteilseignerstruktur, Handelsumsätze, Geld-Brief-Spannen, Berichterstattung durch die Gesellschaft und Coverage und Analyse durch Analysten. Bei der Analyse von RSM Ebner Stolz wurde auch berücksichtigt, dass die home24-Aktien seit dem 14. September 2023 – ohne Zustimmung und ohne Veranlassung der Gesellschaft – nur noch im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt werden und die Gesellschaft nicht mehr den kapitalmarktrechtlichen Offenlegungs- und Berichtspflichten unterliegt. RSM Ebner Stolz kommt zu dem Ergebnis, dass zumindest seit dem Zeitpunkt des Delisting erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Gesellschaft im Hinblick auf den „wahren“ Wert bestehen.

Der Liquidationswert und der Substanzwert kommen nach der Analyse von RSM Ebner Stolz auch nicht in Betracht, weil der Ertragswert den Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation übersteigt. Der Substanzwert ist für die Ermittlung der Barabfindung ohne Aussagewert.

RSM Ebner Stolz kommt in der Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der Gesellschaft nach dem Ertragswertverfahren zum Bewertungsstichtag auf rund TEUR 251.692 beläuft. Bezogen auf die Zahl von 33.722.117 home24-Aktien (nach Abzug eigener Anteile) ergibt sich ein Wert je home24-Aktie zum Bewertungsstichtag von EUR 7,46.

Die der Ermittlung des Unternehmenswerts zu Grunde liegenden Bewertungsarbeiten hat RSM Ebner Stolz bis zum 29. Oktober 2024 durchgeführt. Die RAS hat die von RSM Ebner Stolz erstellte Gutachtliche Stellungnahme inhaltlich nachvollzogen und macht sie sich vollumfänglich zu eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 1 beigelegt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Die wesentlichen Ergebnisse zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung wird auf die Gutachtliche Stellungnahme von RSM Ebner Stolz verwiesen.

III. Unternehmenswert der Gesellschaft

Der Unternehmensbewertung durch RSM Ebner Stolz liegen die in der Rechtsprechung anerkannten Grundsätze des IDW S 1 zugrunde. Die Bewertung nach IDW S 1 erfolgte auf den Bewertungsstichtag. Den Unternehmenswert hat RSM Ebner Stolz mithilfe des in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlichen und in der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahrens ermittelt.

Ergänzend zur Ertragswertmethode hat RSM Ebner Stolz eine vergleichsorientierte Bewertung auf Basis der Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt. Diese durchschnittlichen Schätzungen dienen als repräsentatives Maß für die EBIT- bzw. EBITDA-Erwartung, die der Kapitalmarkt bei der Bewertung der Peer-Group-Unternehmen zugrunde legt. Auf Basis der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie der home24 SE zwischen EUR 3,39 und EUR 21,49. Die Mittelwerte liegen zwischen EUR 5,24 und EUR 13,20 je Aktie, die Mediane zwischen EUR 4,74 und EUR 13,24 je Aktie.

Die auf Basis des Ertragswerts ermittelte Abfindung von EUR 7,46 je home24-Aktie liegt innerhalb dieser Bandbreiten in Bezug auf die Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen.

IV. Börsenkurs

Als Vergleichswert zum Ertragswert hat RSM Ebner Stolz auch den für eine marktorientierte Bewertung maßgeblichen Börsenkurs ermittelt.

Die home24-Aktien werden mit Ablauf des 14. September 2023 an keinem regulierten Markt einer Börse in Deutschland mehr gehandelt. Die home24-Aktien werden seitdem allein im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde und wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch von ihr unterstützt.

Nach der Rechtsprechung ist für die Ermittlung des Börsenkurses als Bewertungsgrundlage bei Strukturmaßnahmen der Durchschnittskurs in den drei Monaten vor der Ankündigung der Maßnahme maßgeblich. Die Gesellschaft hat am 22. Oktober 2024 veröffentlicht, dass die RAS die Durchführung eines Squeeze-out beabsichtigt. RSM Ebner Stolz hat auf Basis der Börsenkurse im Freiverkehr der Börse in Hamburg den gewichteten Durchschnittskurs der home24-Aktien für den Dreimonatszeitraum berechnet, der am Tag vor der Ankündigung des Squeeze-out, also dem 21. Oktober 2024, endet. Der Durchschnittskurs beträgt EUR 4,95 und liegt daher unter dem ermittelten Ertragswert. Ob der gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs vor dem Hintergrund der aktuellen BGH-Rechtsprechung (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) noch die Funktion einer Wertuntergrenze hat und die Barabfindung mindestens diesem Wert entsprechen muss, ist daher nicht entscheidend.

V. Ergebnis

Die Ermittlung des Unternehmenswerts ist aus Sicht der RAS methodisch und rechnerisch zutreffend und ist eine geeignete Grundlage für die festgesetzte angemessene Barabfindung von EUR 7,46 je home24-Aktie. Es bestehen keine Hinweise, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert zu niedrig bemessen ist.

I Überprüfung der Angemessenheit durch gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch die IVA als gerichtlich ausgewählter und bestellter Prüfer geprüft. Die IVA erstattet über das Ergebnis dieser Prüfung gesondert einen schriftlichen Bericht.

Wenn Minderheitsaktionäre dennoch der Auffassung sein sollten, die von der Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung sei unangemessen niedrig, besteht die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG und dem Spruchverfahrensgesetz überprüfen zu lassen. Ein Antrag gemäß § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Übertragung aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin durch Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg wirksam geworden ist. Die Frist wird auch dann gewahrt, wenn der Antrag bei einem sachlich oder örtlich unzuständigen Gericht eingereicht wird, § 4 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Für das Spruchverfahren besteht Anwaltszwang, § 5a SpruchG.

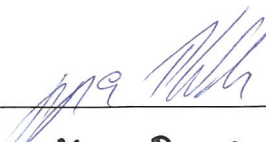
Gemäß § 13 Satz 2 SpruchG wirkt die gerichtliche Entscheidung auch für und gegen die übrigen Minderheitsaktionäre. Sollte das Gericht somit feststellen, dass die durch die RAS festgelegte Barabfindung unangemessen niedrig ist, können alle ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von der RAS die erhöhte Barabfindung verlangen.

RAS Beteiligungs GmbH



Name: **MAG. MICHAEL SEIFERT**

Funktion: **MANAGING DIRECTOR**



Name: **MAG. PETER WRBA**

Funktion: **AUTHORIZED SIGNATORY**

Anlage 1
Gutachtliche Stellungnahme
der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

Gutachtliche Stellungnahme
über die Ermittlung des Unternehmenswerts
zum 13. Dezember 2024

home24 SE
Berlin

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
ATV	Above-the-Line
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BRL	Brasilianische Real
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DB	Der Betrieb
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amor- tization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschrei- bungen)

Abkürzung	Bezeichnung
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EStG	Einkommensteuergesetz
EUR	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb
FC	Forecast
GewStG	Gewerbesteuergesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
home24 SE	home24 SE, Berlin
home24-Gruppe	home24 SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	Internationaler Währungsfonds
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mobly S.A.	Mobly Sociedade Anônima, Sao Paulo/Brasilien
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum (pro Jahr)

Abkürzung	Bezeichnung
RAS GmbH	RAS Beteiligungs GmbH, Wien/Österreich
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
RWZ	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
SKU	Stock Keeping Unit (= Artikel)
SolZ	Solidaritätszuschlag
Tok&Stok	Estok Comércio e Representações S.A., São Paulo/Brasilien
USD	US-Dollar
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
XXXLutz KG	XXXLutz KG, Wels/Österreich
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Beschreibung des Bewertungsobjekts	5
2.1. Rechtliche Grundlagen	5
2.2. Wirtschaftliche Grundlagen	6
a) Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe	6
b) Marktumfeld	13
c) Wettbewerbssituation	40
3. Grundsätze der Unternehmensbewertung	46
3.1. Allgemeines	46
3.2. Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	46
3.3. Objektivierter Unternehmenswert	47
a) Grundlagen	47
b) Synergieeffekte	48
c) Gewinnverwendungspolitik	48
d) Berücksichtigung der Steuerbelastung der Anteilseigner	50
e) Kapitalisierung der Nettozuflüsse	52
f) Sonderwerte / nicht betriebsnotwendiges Vermögen	53
3.4. Liquidations- und Substanzwert	54
3.5. Vergleichsorientierte Bewertung	55
3.6. Vorerwerbe durch die XXXLutz-Gruppe	55
3.7. Bewertungsstichtag	57
4. Börsenkurs	58
4.1. Funktionen des Börsenkurses	58
4.2. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag	59
4.3. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert	60
a) Zielbild und Analysekriterien	60
b) Beurteilung der Aussagefähigkeit	61
4.4. Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung	68

5. Erläuterung zum Ergebnis der Bewertung	71
5.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	71
a) Allgemeines	71
b) Vermögenslage	72
c) Ertragslage	77
5.2. Planungsrechnung	89
a) Beschreibung des Planungsprozesses	89
b) Plan-Ist-Vergleich	92
c) Wechselkursprognose	96
d) Planungsrechnung der home24 SE	98
e) Nachhaltiges Ergebnis	114
f) Erfolgsrechnung	116
g) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	117
5.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	118
a) Basiszinssatz	118
b) Risikozuschlag	120
c) Wachstumsabschlag	131
d) Ableitung der Kapitalisierungszinssätze	142
5.4. Bewertung der home24 SE	143
a) Ermittlung des Ertragswerts	143
b) Sonderwerte der home24 SE	143
c) Unternehmenswert	144
5.5. Vergleichsorientierte Bewertung	144
6. Ergebnis	147
Allgemeine Auftragsbedingungen	

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen
in Höhe von $\pm$ einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Von der

RAS Beteiligungs GmbH, Wien/Österreich
(im Folgenden auch RAS GmbH),

einem Unternehmen der

XXXLutz KG, Wien/Österreich
(im Folgenden auch XXXLutz KG),

als Hauptaktionärin der home24 SE wurden wir beauftragt, den Unternehmenswert der

home24 SE, Berlin
(im Folgenden auch home24 SE oder Gesellschaft),

zum 13. Dezember 2024 zur Ableitung einer angemessenen Barabfindung im Rahmen des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre (Squeeze Out) zu ermitteln.

Der Auftragsdurchführung liegen die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) in der Fassung vom 2. April 2008 zugrunde. Den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ haben wir beachtet. Auftragsgemäß ermitteln wir in der Funktion des neutralen Gutachters einen objektivierten Wert für die Gesellschaft.

Wir weisen darauf hin, dass sich der Vorstand der home24 SE für die Aufstellung und die Darlegung der Planungsrechnung sowie die der Planungsrechnung zugrunde liegenden Prämissen verantwortlich zeichnet. Wir können und werden keine Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie für das Ergebnis der unternehmerischen Tätigkeit übernehmen. Wir weisen darauf hin, dass in der Zukunft liegende Ereignisse häufig nicht wie erwartet eintreten und erhebliche Planabweichungen eintreten können. Unsere Haftung und Verantwortung sind insoweit auf die bei kritischer Würdigung und Beurteilung anzuwendende berufssübliche Sorgfalt beschränkt. Unsere Untersuchungen unterscheiden sich sowohl in ihrem Umfang als auch in ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung oder ähnlichen Tätigkeiten. Demzufolge erteilen wir kein Testat bzw. keine andere Form der Bescheinigung und machen keine Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder des internen Kontrollsystems der home24 SE und deren

Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Die Übereinstimmung der (Konzern-)Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte der Jahre 2021 bis 2023 mit den jeweiligen gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer EY GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (bis 2022: Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) bestätigt worden.

Art und Umfang unserer Bewertungsarbeiten haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme und der voraussichtlichen Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der home24 SE über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär am 13. Dezember 2024 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung des Unternehmens ergeben, sind diese bei der Bewertung noch zu berücksichtigen.

Auskünfte haben uns seitens der home24 SE der Vorstand sowie die von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt.

Die berufsblichen Vollständigkeitserklärungen – in welchen die Geschäftsführung der RAS Beteiligungs GmbH, der XXXLutz KG sowie der Vorstand der home24 SE versichern, dass uns sämtliche Informationen, die für die vorliegende Unternehmensbewertung von Bedeutung sind, richtig und vollständig zur Verfügung gestellt worden sind – haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Die Höhe unserer Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen.

Danach gelten für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist danach der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und RSM Ebner Stolz bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens auf EUR 4 Mio. beschränkt (vgl. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO). Dies gilt nicht für Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen.

Diese gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage unserer Auftraggeberin im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der Erstattung des Übertragungsberichtes gemäß § 327c Abs. 2 AktG und darf nicht

für andere Zwecke verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entscheidet, oder Gerichtsverfahren, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre geführt werden könnten. Darüber hinaus bedarf eine Weitergabe an Dritte unserer textförmlichen Zustimmung.

Aus gegebenem Anlass weisen wir darauf hin, dass eine darüber hinausgehende Weitergabe oder Bezugnahme auf unsere gutachtliche Stellungnahme – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zu Grunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur an Dritte erfolgen darf, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

Auftragsunterlagen

Zur Durchführung unserer Bewertung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Berichte der EY GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (bis 2022: Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) über die Prüfung von Konzernjahresabschluss und Konzernlagebericht der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023,
- Jahresabschlüsse der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023,
- Geschäftsberichte der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023,
- Öffentliches Delisting-Erwerbsangebot der XXXLutz-Gruppe für die home24 SE vom 28. Juli 2023,
- Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot der XXXLutz-Gruppe für die home24 SE vom 11. November 2022,
- Pressemitteilung der home24 zum Squeeze Out-Verlangen der RAS Beteiligungs GmbH vom 22. Oktober 2024,
- Budget der home24-Gruppe für das Geschäftsjahr 2024,
- Für Zwecke des Goodwill-Impairment Tests erstellte Mehrjahresplanung des Segments „Europa“ inklusive Aufgliederung auf home24 und Butlers für die Geschäftsjahre 2025 bis 2028,
- Mehrjahresplanung des Segments „Lateinamerika“ für die Geschäftsjahre 2025 bis 2030,
- interne Controllingauswertungen der home24 SE,

- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der home24 SE im Zeitraum vom 1. Januar 2022 bis zum Ende der Bewertungsarbeiten,
- Satzung der home24 SE,
- Handelsregistrauszug der home24 SE,
- verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Beschreibung des Bewertungsobjekts

2.1. Rechtliche Grundlagen

Die home24 SE ist unter der Nummer HRB 196337 im Handelsregister B beim Amtsgericht Charlottenburg eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Gemäß der Satzung ist der Gegenstand des Unternehmens das Marketing und der Verkauf von Waren jeglicher Art, insbesondere Möbel und damit vergleichbare Konsumgüter, vorrangig über das Internet einschließlich Aufbau, Ver- und Betrieb von E-Commerce Plattformen sowie die Entwicklung, Vermarktung und Erbringung von damit im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen, die Erbringung von Logistikdienstleistungen und jegliche mit dem vorgenannten Unternehmensgegenstand zusammenhängende Geschäfte.

Das Grundkapital der Gesellschaft beläuft sich auf EUR 33.724.852,00 und ist in 33.724.852 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Die Gesellschaft hält 2.735 eigene Anteile. Diese sind für die Ermittlung der Aktienzahl für die Berechnung des Werts je Aktie nicht zu berücksichtigen.¹

Der Vorstand ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 30. Juni 2023 ermächtigt, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates bis zum 29. Juni 2028 einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 21.769,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2023/I, in § 4 Abs. 4 der Satzung bezeichnet als 2015/III). Durch weiteren Beschluss vom 30. Juni 2023 ist der Vorstand ermächtigt (Genehmigtes Kapital 2023/II, in § 4 Abs. 7 der Satzung bezeichnet als 2023), das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates bis zum 29. Juni 2028 einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 6.732.626,00 zu erhöhen.

Das Grundkapital ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 3. Juni 2020 um bis zu EUR 10.774.773,00 bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2020/I, in § 4 Abs. 8 der Satzung bezeichnet als 2020). Das Grundkapital der Gesellschaft ist ferner durch Beschluss der Hauptversammlung vom 14. Juni 2022 um EUR 2.754.983,00 bedingt erhöht (Bedingtes Kapital: 2017/I in § 4 Abs. 5 der Satzung bezeichnet als 2019).

Die Aktien der Gesellschaft waren bis 14. September 2023 unter der ISIN DE000A14KEB5 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (zuletzt General Standard) zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg und der Niedersächsischen Börse zu Hannover gehandelt. Mit Ablauf des 14. September

¹ Vgl. BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, Tz. 55 (BeckRS); LG München I, 19. April 2023, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 95.

2023 kam es zu einem Delisting der Aktien der Gesellschaft an der Frankfurter Wertpapierbörse. Das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot zum Erwerb der Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung von EUR 7,50 je home24-Aktie wurde am 20. September 2023 für alle noch ausstehenden Aktien der home24 SE abgeschlossen. Seither wird die Aktie der home24 SE ohne Zustimmung der Gesellschaft lediglich noch im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg gehandelt.

Die XXXLutz-Gruppe hält derzeit rund 95,97 % des Grundkapitals der home24 SE.

Gegenstand der Unternehmensbewertung ist die home24 SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Wir bezeichnen daher im weiteren Verlauf auch die home24 SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „home24-Gruppe“.

2.2. Wirtschaftliche Grundlagen

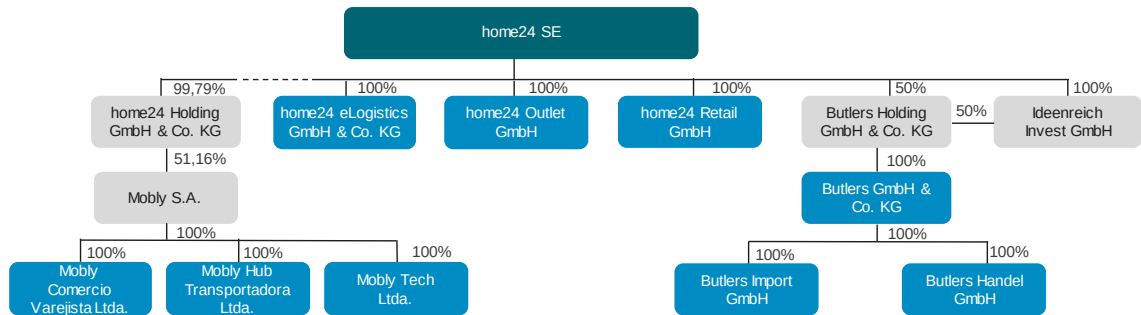
a) Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe

Die wesentliche Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe besteht aus dem Online-Handel von Home & Living-Produkten mit einer Konzentration auf die Vermarktung, Logistik und den Vertrieb in Kontinentaleuropa und Brasilien. Ergänzt wird diese durch den vorwiegend stationären Vertrieb von Wohnaccessoires der Marke „Butlers“.

Struktur der home24-Gruppe

Die Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe ist in die Segmente „Europa“ und „Lateinamerika“ unterteilt. Das Segment Europa beinhaltet als Teilsegmente die unter der Marke „home24“ tätigen Geschäftsaktivitäten in Deutschland, der Schweiz, Österreich, Frankreich, Niederlande, Belgien und Italien sowie die europaweiten Aktivitäten der im Jahr 2022 erworbenen Wohnaccessoires-Marke „Butlers“. Das Segment Lateinamerika beinhaltet die Geschäftsaktivitäten in Brasilien. Dort agiert der Konzern unter der Marke „Mobly“. Die Aktien der Tochtergesellschaft Mobly S.A. sind seit dem 5. Februar 2021 an der Börse in São Paulo notiert.

Die Organisationsstruktur der home24-Gruppe ist nachfolgend vereinfachend dargestellt:²



Quelle: home24 SE, eigene Darstellung.

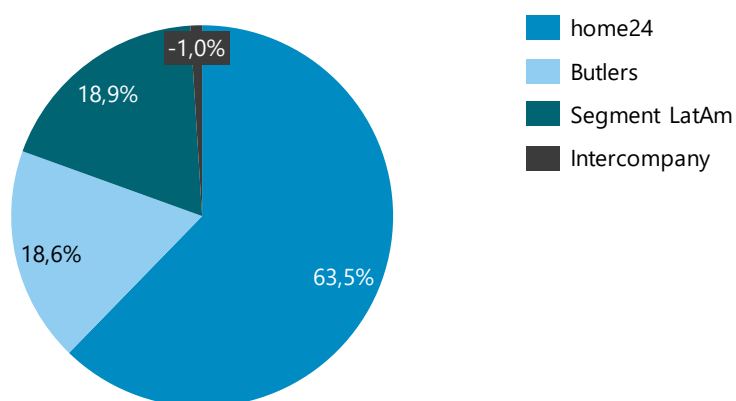
Die home24 SE ist die Muttergesellschaft der home24-Gruppe. Neben der Erbringung von Holding-Funktionen wickelt sie das europäische Geschäft des Segments „home24“ ab. Bei der home24 eLogistics GmbH & Co. KG handelt es sich um eine interne Dienstleistungsgesellschaft, die Personal und Betrieb der home24-Läger sowie seit 2024 auch der Butlers-Läger übernimmt. Die home24 Outlet GmbH verwertet Retouren und betreibt die Outlet-Stores der home24. Die home24 Retail GmbH betreibt die Schweizer Showrooms. Die Aktivitäten der Butlers-Gruppe erfolgen maßgeblich über die Butlers GmbH & Co. KG. Das brasilianische Geschäft wird von der Mobly S.A. und ihren Tochtergesellschaften erbracht.

Im Geschäftsjahr 2023 beschäftigte die home24-Gruppe durchschnittlich weltweit insgesamt 2.731 Mitarbeiter.

² Bei der dargestellten Beteiligungsquote an der Mobly S.A. handelt es sich um den Wert vor Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses von Mobly mit Tok&Stok; vgl. hierzu die Ausführungen im Abschnitt 2.2.a) zum Segment Brasilien.

Die folgende Übersicht zeigt die Umsatzerlöse der home24-Gruppe für das Geschäftsjahr 2023 getrennt nach (Teil-)Segmenten:

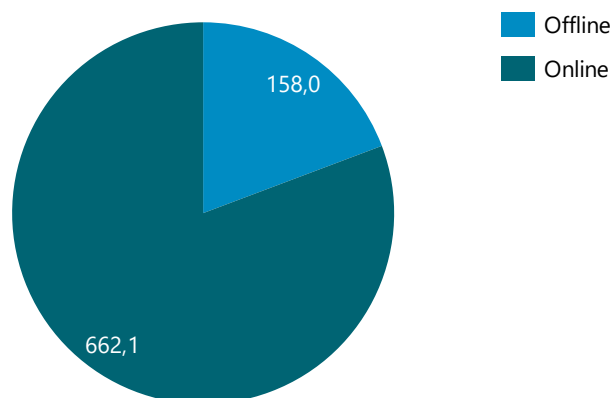
Umsatzerlöse nach Segmenten im Geschäftsjahr 2023



In Europa wurden im Geschäftsjahr 2023 rund 80 % der Umsatzerlöse erzielt. Davon entfallen etwa ein Viertel auf das Segment Butlers und rund drei Viertel auf das Online-Geschäft der home24 inklusive deren Marktplatz. Etwa 20 % der Konzernumsätze entfällt auf das brasilianische Geschäft. Innerhalb Europas ist Deutschland der mit Abstand wichtigste Markt. Dahinter spielen für home24 die Schweiz und Österreich eine wichtige Rolle. Auch Butlers erzielt den überwiegenden Teil seiner Umsatzerlöse mit seinen rund 100 Filialen in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Darüber hinaus ist Butlers mit rund 30 (Franchise-)Filialen in anderen europäischen Ländern aktiv.

Hinsichtlich der Vertriebskanäle verteilt sich das im Geschäftsjahr 2023 verkaufte Bruttowarenvolumen wie folgt auf Online- und Offline-Geschäft:

Bruttowarenvolumen nach Vertriebskanal im Geschäftsjahr 2023 in EUR Mio.



Vom Online-Anteil in Höhe von rund 81 % entfallen über EUR 100 Mio. auf das Marktplatzgeschäft der home24. Der Anteil des Offline-Geschäfts beträgt anhand des Bruttowarenvolumens im Geschäftsjahr 2023 rund 19 %.

Beschreibung der Segmente

Die home24 gliedert ihre Geschäftstätigkeit in die Segmente „Europa“ und „Lateinamerika“ („LatAm“). Innerhalb des Segments „Europa“ sind die Teilsegmente „home24“ und „Butlers“ wesentlich für den home24-Konzern. Entsprechend stellen wir die Geschäftstätigkeit im Folgenden gemäß dieser dreiteiligen Gliederung dar.

Segment „home24“

home24 bietet ein Online-Angebot mit mehr als 150.000 Artikeln an Home & Living Produkten in Europa im eigenen Sortiment (sog. „Lagerhaltungseinheiten“ bzw. „stock keeping units“, „SKUs“) sowie weiteren über 400.000 Artikeln über den von home24 seit dem zweiten Quartal 2022 betriebenen Marktplatz an. Das breite Sortiment umfasst vor allem Großmöbel (zum Beispiel Wohn- und Esszimmermöbel, Polstermöbel und Schlafzimmermöbel), aber auch Accessoires und Lampen. home24 bezieht seine Produkte von Lieferanten aus über 50 Ländern.

Der Fokus des home24-Geschäfts liegt auf dem Massenmarkt für Wohnmöbel mit einer klaren „Online-First“-Strategie. Entsprechend werden die Produkte der home24 hauptsächlich über die eigene Online-Plattform vermarktet, wobei das Produktangebot sowohl Eigenmarken als auch Dritt- und Handelsmarken umfasst. Neben der Online- Plattform nutzt home24 zusätzlich Showrooms, insbesondere zur Repräsentation der Eigenmarken, sowie Outlet Stores für die Vermarktung von Retouren.

Eigenmarkenprodukte werden direkt von ausgewählten Herstellern und Lieferanten bezogen und von home24 in der Regel auf Lager gehalten. Die IT-gestützte Analyse von Trends und Kundenwünschen soll dabei eine attraktive Sortimentsgestaltung mit verkürzten Lieferzeiten und optimierten Lagerhaltungskosten ermöglichen. Die Eigenmarkenprodukte stellen das Kernsortiment an „Bestsellern“ dar, mit denen home24 höhere Margen erzielen kann als mit Dritt- und Handelswaren. Gleichzeitig trägt home24 hier aber das Lagerrisiko und übernimmt die Logistik. Hierzu unterhält home24 mehrere Logistik-Standorte und eine eigene Lieferflotte.

Über Dritt- und Handelsmarkenprodukte, die über den eigenen Online-Shop angeboten werden, wird das Eigenmarkensortiment um eine breite Auswahl an Home & Living- Produkten ergänzt. Diese werden in der Regel nicht auf Lager gehalten, sondern direkt vom Hersteller an den Endkunden verschickt (sog. „Dropship-Modell“). home24 tritt dabei als Verkäufer auf und handelt die Produkte auf eigene Rechnung.

Seit dem zweiten Quartal 2022 erweitert darüber hinaus der von home24 betriebene Marktplatz die Verfügbarkeit von Dritt- und Handelsmarkenprodukten auf der home24-Plattform als Ergänzungsgeschäft. Drittanbieter können hier auf eigene Rechnung und mit eigener Logistik den großen Kundenkreis der home24 erreichen. Im Gegenzug erhält home24 Provisionen für die über ihren Marktplatz verkauften Drittwaren. Über die Drittmarkenprodukte soll es gelingen, die gesamte Bandbreite an Home & Living Produkten anzubieten (inklusive der Nischenprodukte).

Zum Jahresende 2023 hatte home24 knapp 2,0 Millionen aktive Online-Kunden. Insgesamt erzielte das Segment „home24“ im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von rund EUR 345,7 Mio., davon rund EUR 15,3 Mio. über seinen Marktplatz.³

³ Die Umsätze aus dem Marktplatzgeschäft enthalten nur die von home24 vereinnahmten Provisionen. Das über den Marktplatz gehandelte Bruttowarenvolumen belief sich im Geschäftsjahr 2023 auf über EUR 100 Mio.

Segment „Butlers“

Seit dem 1. April 2022 gehört auch die Wohnaccessoires-Marke „Butlers“ zur home24-Gruppe. Butlers ist auf den Verkauf von Wohnaccessoires, Dekorations- und Geschenkartikel spezialisiert. Die Akquisition ergänzt die Eigenmarkenkompetenz der home24 im Bereich Möbel um die Bereiche Heimtextil, Dekoration und Tischwaren mit den Butlers-Sortimenten. Anders als home24 vertreibt Butlers hauptsächlich Eigenmarkenprodukte und ist ganz überwiegend im stationären Handel tätig. Der bis Herbst 2023 betriebene Butlers-Webshop wurde zwischenzeitlich in den home24-Webshop integriert.

Durch den Erwerb der Butlers-Gruppe mit rund 100 eigenen Filialen in der DACH-Region und rund 30 Franchise-Filialen im übrigen Europa wurde neben dem Online-Handel auch die Offline-Präsenz der home24-Gruppe ausgeweitet. Im Rahmen des Franchise-Geschäfts beliefert Butlers die Franchisenehmer mit ihren Produkten zu Einkaufspreisen und vereinnahmt zusätzlich eine Franchisegebühr. Daneben tritt Butlers auch mittels ausgewählter Handelsplattformen wie z.B. Amazon am Markt auf. Darüber hinaus bedient Butlers auch Großkunden aus dem Einzelhandel.

Das Butlers-Geschäft ist durch eine hohe Kauffrequenz bei gleichzeitig - im Vergleich zum Segment „home24“ - deutlich kleinteiligeren Produkten mit geringerem Verkaufswert gekennzeichnet. Die Geschäftstätigkeit ist dabei stark zyklisch: Im vierten Quartal und hier insbesondere im Dezember erzielt Butlers typischerweise die höchsten Umsätze (Weihnachtsgeschäft), während in den übrigen Quartalen, insbesondere im ersten Quartal, traditionell weniger Geschäft gemacht wird. Butlers ist mit seinen rund 1.000 Mitarbeitern zugleich deutlich personalintensiver als das Online-Geschäft von home24.

Kurzfristig ermöglicht die Zusammenarbeit mit Butlers die Erweiterung des home24-Online-Angebots um Butlers-Produkte, während umgekehrt ausgewählte home24-Eigenmarkenprodukte in den Butlers-Shops präsentiert werden. Langfristig ist das strategische Ziel der Butlers-Akquisition die Stärkung der Wahrnehmung der Marke „home24“ auch bei Kunden des stationären Handels, verbunden mit der Hoffnung, diese langfristig auch als Online-Kunden zu gewinnen.

Insgesamt erzielte das Segment „Butlers“ im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von rund EUR 101,3 Mio.

Segment Brasilien („Mobly“)

Mobly wurde 2011 als technologiegetriebenes Unternehmen gegründet, das im brasilianischen E-Commerce-Sektor in der Möbel- und Dekorationseinzelhandelsbranche tätig ist. Seit 2019 baut Mobly daneben auch seine physische Präsenz durch die kontinuierliche Eröffnung von Einzelhandelsläden („Megastores“) und Outlets in Brasilien aus, die sich neben Standorten in São Paulo auch in Minas Gerais und Santa Catarina befinden. Die Gesellschaft ist seit 2021 an der Börse notiert.

Mobly ist ausschließlich in Brasilien tätig. Die Gesellschaft verkauft einen großen Teil ihrer Ware über ihre Website mobly.com.br, wobei neben Möbeln auch Artikel aus weiteren Bereichen wie Garten und Freizeit, Haushaltswaren oder Elektronik angeboten werden. Der deutliche Schwerpunkt liegt gleichwohl auf Möbeln. Mobly betreibt ein Multichannel-Geschäftsmodell.

Mit einem Sortiment von über 300.000 Artikeln („Stock Keeping Units“) zielt Mobly darauf ab, ein Gleichgewicht zwischen seinen Eigenmarken und Drittmarken-Produkten zu erreichen. Dabei können auch fremde Anbieter den Mobly-Marktplatz nutzen. Mobly selbst vertreibt seine Produkte neben dem eigenen Internet-Auftritt ebenfalls über externe Online-Marktplätze wie (u.a.) Amazon oder Mercadolibre. Die Online-Umsätze machten im Jahr 2023 über 60 % der Mobly-Umsätze aus. Daneben gewinnen die Umsätze aus dem eigenen Filialgeschäft zunehmend an Bedeutung. Im Jahr 2023 entfielen über 30 % der Mobly-Umsätze auf den stationären Handel.

Die restlichen Umsätze entfallen im Wesentlichen auf Dienstleistungen. Hierzu zählen vor allem Provisionen aus dem Verkauf von Waren Dritter über die Mobly-Plattform, Gebühren aus der an Kunden ausgegebenen Mobly-Kreditkarte sowie Umsätze aus Logistikdienstleistungen. Ferner unterhält Mobly eine eigene Lieferflotte, die im Jahr 2023 etwa 60 % der Auslieferungen auf der „letzten Meile“ erbracht hat. Neben der Lieferung eigener Waren bietet Mobly Logistik-Dienstleistungen sowie Lager- und Managementdienste auch an dritte Kunden aus dem Home & Living-Segment an (Logistics as a Service).

Insgesamt erzielte das Segment „Mobly“ im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von rund EUR 102,6 Mio.

Im September 2023 wurde bekannt, dass es Gespräche der Mobly S.A. über eine mögliche Fusion mit Tok&Stok gab. Am 8. August 2024 hat Mobly bekannt gegeben, dass Mobly mit den Gesellschaftern von Tok&Stok einen Vertrag über die Einbringung der von ihnen gehaltenen Tok&Stok-Geschäftsanteile in die Mobly S.A. geschlossen hat, wodurch Mobly die Anteilsmehrheit an Tok&Stok erwerben wird. Der Vollzug wird nach Einschätzung des Vorstands voraussichtlich noch vor der außerordentlichen Hauptversammlung der home24 am 13. Dezember 2024 erfolgen. Durch den Vollzug wird home24 die Kapitalmehrheit an Mobly verlieren, was

voraussichtlich dazu führen wird, dass Mobly nicht mehr vollkonsolidiert in den home24-Konzern einbezogen wird.

Übernahme der home24 durch die XXXLutz-Gruppe

Seit der kartellrechtlichen Freigabe im April 2023 ist home24 Teil der österreichischen XXXLutz-Gruppe. XXXLutz ist ein in 13 europäischen Ländern mit über 370 Einrichtungshäusern aktiver Möbelhändler. Die XXXLutz-Gruppe beschäftigt mehr als 25.700 Mitarbeiter und erwirtschaftet einen Jahresumsatz von über EUR 5,3 Mrd.

Das wirtschaftliche und strategische Ziel der Übernahme der Gesellschaft durch die XXXLutz-Gruppe ist es, die weitere Wachstumsstrategie der home24-Gruppe langfristig, strategisch und finanziell nachhaltig zu unterstützen und die Gesellschaft als pure-play Home & Living E-Commerce Plattform weiter zu etablieren. Hierzu soll home24 insbesondere beim Ausbau des Angebots zur Erhöhung der Kundenbindung und Kauffrequenz, beim Ausbau der regionalen Präsenz durch Zurverfügungstellung weiterer Ausstellungs- bzw. Verkaufsräume sowie beim weiteren Wachstum des Online-Geschäfts unterstützt werden.

Die Führung der home24-Gruppe verbleibt auch nach dem Erwerb durch XXXLutz dezentral in der Hand des home24-Managements. Auch ist mit der Übernahme keine Änderung der Geschäftstätigkeit der home24 geplant. Synergien aus dem Zusammenschluss ergeben sich primär in Bezug auf den gemeinsamen Einkauf über einen internationalen Einkaufsverbund, wobei entsprechende Vorteile nur für einen Teil der Artikel möglich sind. Auch vertriebsseitig ergeben sich Möglichkeiten der Zusammenarbeit. Darüber hinaus profitiert home24 von günstigeren Finanzierungsbedingungen der XXXLutz-Gruppe, die im Rahmen einer Gesellschafterfinanzierung zur Verfügung gestellt werden. Weitere wesentliche Synergien werden nicht erwartet.

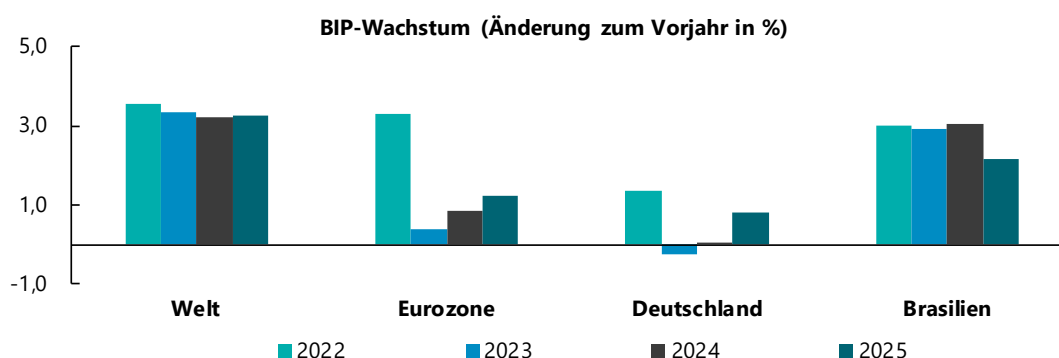
b) Marktumfeld

aa) Makroökonomisches Umfeld

Die home24 SE agiert primär als Online-Händler von Home & Living-Produkten in Kontinentaleuropa und Brasilien. Darüber hinaus ist home24 mit der Marke „Butlers“ im stationären Handel mit Wohnaccessoires tätig. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und das damit verbundene Konsumverhalten bzw. verfügbare Einkommen stellen einen zentralen Einflussfaktor für die Entwicklung des Home & Living Marktes dar, sowohl im Online-Geschäft als auch für den stationären Handel. Wir gehen daher nachfolgend zunächst auf das makroökonomische Umfeld ein.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung und Inflationsraten

In der folgenden Übersicht werden die aktuellen Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IMF)⁴ für das **weltweite Wirtschaftswachstum** (dargestellt als das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP)) für verschiedene Länder und Regionen abgebildet.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse; IMF, Oktober 2024, S. 115 f.

Der Internationale Währungsfonds prognostiziert im Oktober 2024 für die Jahre 2024 bis 2025 ein reales Wachstum der Weltwirtschaft von jeweils knapp über 3 % p.a.⁵ Die Erwartungen liegen damit etwas unter dem historischen Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2019 von 3,8 %, was insbesondere die restriktive Geldpolitik, die Rücknahme der staatlichen Unterstützungen sowie ein geringeres Produktivitätswachstum widerspiegelt. Darüber hinaus wird erwartet, dass zunehmende Handelsverzerrungen und geoökonomische Fragmentierung das Niveau des Welthandels voraussichtlich weiterhin belasten werden.⁶

Das Jahr 2022 war geprägt von schwierigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. So war die globale Wirtschaftstätigkeit von weltweiten Inflationsproblemen, dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine, Lieferengpässen und der anhaltenden Corona-Pandemie belastet. Die hohe Inflation sowie der Ukrainekrieg beeinflussten die makroökonomische Entwicklung auch im Jahr 2023 weiter. Die Inflation geht jedoch schneller als erwartet von ihrem Höchststand im Jahr 2022 zurück, wobei die Auswirkungen auf die Beschäftigung und die Wirtschaftstätigkeit geringer als erwartet ausgefallen sind, was auf günstige Entwicklungen auf der Angebotsseite und die geldpolitische Straffung der Zentralbanken zurückzuführen ist, die die Inflationserwartungen auf einem konstanten Niveau gehalten haben.⁷ Während der weltweite Inflationsrückgang einen

⁴ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 115 f.

⁵ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 10.

⁶ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Januar 2024, S. 3.

⁷ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Januar 2024, S. 1.

wichtigen Meilenstein darstellt, trüben nun zunehmende Abwärtsrisiken die Aussichten: eskalierende regionale Konflikte, eine anhaltende strenge Geldpolitik, mögliche Finanzmarktvolatilitäten mit negativen Auswirkungen auf Staatsanleihenmärkte sowie Wachstumseinbrüche in China und die kontinuierliche Verschärfung protektionistischer Maßnahmen.⁸

Im Jahr 2023 wurde im **Euroraum** laut des Internationalen Währungsfonds nur ein geringes reales Wachstum von 0,4 % realisiert, das insbesondere auf die hohe Belastung durch den Krieg in der Ukraine zurückzuführen ist. Für 2024 wird ein etwas höheres, absolut jedoch weiterhin geringes Wirtschaftswachstum von real 0,8 % erwartet. Im Jahr 2025 wird ein reales Wachstum von 1,2 % prognostiziert.⁹ Dank höherer Realeinkommen sowie einer schrittweisen Lockerung der Geldpolitik sollen der Konsum der privaten Haushalte sowie die Investitionen wachsen.¹⁰

Innerhalb der Eurozone schneidet Deutschland vergleichsweise schwach ab. Der Internationale Währungsfonds erwartet nach einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2023 eine Stagnation im Jahr 2024 und ein nur sehr geringes Wachstum von real 0,8 % für das Jahr 2025.¹¹ Laut Herbstprognose der Bundesregierung wird im Jahr 2024 ein realer Rückgang des BIPs um 0,2 % erwartet. Grund für die derzeitige Schwächephase seien strukturelle Faktoren und konjunkturelle Effekte wie die anhaltend schwache Nachfrage aus dem In- und Ausland. Positiv seien dagegen die sinkende Inflation sowie deutlich gestiegene Realeinkommen zu sehen. Für das Jahr 2025 wird von der Bundesregierung ein reales BIP-Wachstum von 1,1 % prognostiziert, für 2026 in Höhe von 1,6 %.¹²

Für **Brasilien** prognostiziert der Internationale Währungsfonds ein reales Wirtschaftswachstum von 3,0 % im Jahr 2024 und 2,2 % im Jahr 2025. Diese Prognose stellt für 2024 eine Aufwärtskorrektur um 0,9 Prozentpunkte dar, verglichen mit den IWF-Projektionen vom Juli 2024. Verantwortlich für diese Anpassung sind ein stärkerer privater Konsum und höhere Investitionen in der ersten Jahreshälfte, begünstigt durch einen angespannten Arbeitsmarkt, staatliche Transfers und geringer als erwartet ausgefallene Störungen aus den Mitte 2024 eingetretenen Überschwemmungen. Aufgrund der restriktiven Geldpolitik und der voraussichtlichen Abkühlung des Arbeitsmarktes wird für 2025 allerdings ein moderateres Wachstum von nur 2,2 % erwartet.¹³

Die inländische Nachfrage und Konsumausgaben in Brasilien werden derzeit von einem angespannten Arbeitsmarkt begünstigt. Im Mai beschleunigte sich das Beschäftigungswachstum auf 2,9 %, wodurch die Arbeitslosenquote auf rund 6,9 % sank, den niedrigsten Stand seit 2014. Die inflationsbereinigten Löhne stiegen um 5,6 %. Die Verbesserungen am Arbeitsmarkt führten im Mai 2024 zu einem Anstieg des Einzelhandelsvolumens um rund 7,0 % im Vergleich zum Vorjahr.

⁸ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 14.

⁹ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 115.

¹⁰ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S.9 f.

¹¹ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 10 f.

¹² Vgl. Bundesregierung, Herbstprognose 2024.

¹³ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 13.

Dennoch könnte sich die Beschleunigung des Lohnwachstums bei schwacher Produktivitätssteigerung negativ auf die Inflation auswirken. Im Juni erhöhte sich die Inflation insbesondere aufgrund von Überschwemmungen und Flurschäden auf 4,2 %. Die Inflationserwartungen liegen mit 6,4 % für die nächsten 12 Monate ebenfalls deutlich über dem Inflationsziel der Notenbank in Höhe von 3 %.¹⁴

Die Zentralbank des Landes, die Banco Central do Brasil (BCB), hatte im Mai 2024 die Zinsen noch gesenkt, was den Aufschwung unterstützen dürfte. Das starke Lohnwachstum dürfte die Konsumausgaben ankurbeln.¹⁵ Trotz der fiskalischen Herausforderungen und des unsicheren außenwirtschaftlichen Umfelds ist die brasilianische Wirtschaft für ein Wachstum gerüstet,¹⁶ bleibt aber durch Ungleichgewichte und Risiken belastet. Solange die Regierung Primärdefizite aufweist, dürfte der Leitzins der Zentralbank restriktiv bleiben.¹⁷ Tatsächlich hat die brasilianische Zentralbank den Zinssatz im September 2024 wieder auf 10,75 % erhöht und damit die Zinssenkung aus dem Mai revidiert.

Vor dem Hintergrund, der seit 2022 deutlich angestiegenen **Inflationsraten** hat sich das verfügbare Einkommen vieler Haushalte sowohl in Europa als auch in Brasilien verringert, was negative Auswirkungen auf die Nachfrage nach Home & Living-Produkten hatte. Lohnsteigerungen hatten zuletzt jedoch dazu geführt, dass zumindest in Deutschland die Realeinkommen wieder gestiegen sind. In der folgenden Übersicht haben wir aktuelle Inflationsprognosen von Bankanalysten für Deutschland, Brasilien sowie die Eurozone für die kommenden Jahre dargestellt:

	2024	2025	2026
	%	%	%
Eurozone	2,4	2,0	2,0
Deutschland	2,4	2,0	2,0
Brasilien	4,2	3,7	3,5

Quelle: Bloomberg.

Die restriktivere Geldpolitik führt in der Eurozone und in Deutschland zu rückläufigen Inflationserwartungen. Für die Eurozone und Deutschland wird für 2024, 2025 und 2026 ein Rückgang der Inflation auf rund 2 % erwartet. Für Brasilien sehen die Prognosen der Bankanalysten ein Niveau von 4,2 %, 3,7 % bzw. 3,5% vor.

¹⁴ Vgl. Deloitte, Brazil Economic Outlook, August 2024.

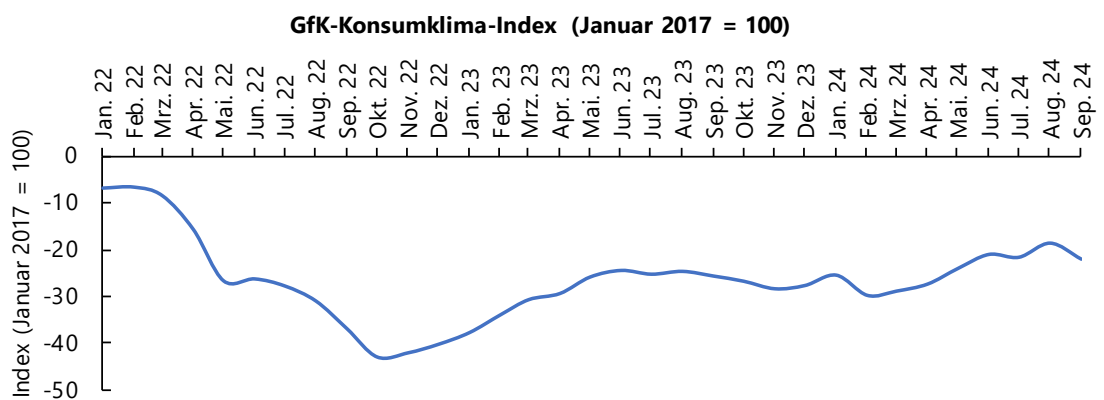
¹⁵ Vgl. Deloitte, Brazil Economic Outlook, Mai 2024.

¹⁶ Vgl. Deloitte, Brazil Economic Outlook, Mai 2024.

¹⁷ Vgl. Deloitte, Brazil Economic Outlook, August 2024.

Konsumstimmung in Deutschland

Das Konsumverhalten bzw. das verfügbare Einkommen stellt einen zentralen Einflussfaktor für die Entwicklung des Home & Living Marktes dar. Folgende Grafik zeigt die Entwicklung des GfK-Konsumklima-Index im Zeitraum Januar 2022 bis September 2024:

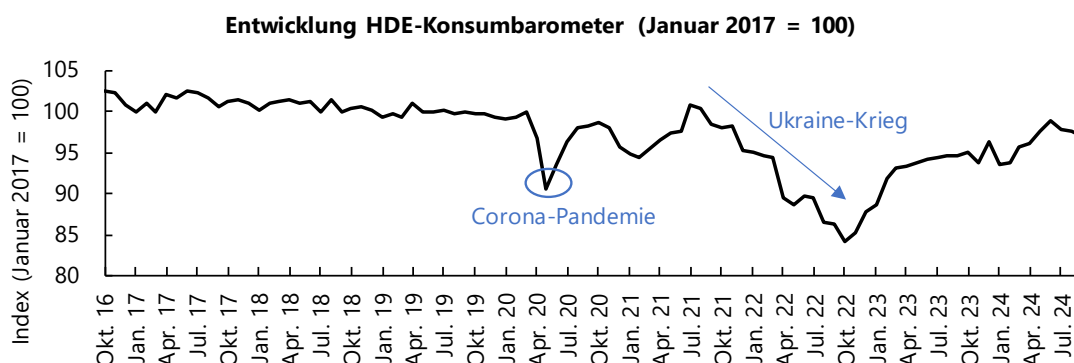


Quelle: Statista, GfK-Konsumklima Index, September 2024.

Der GfK-Konsumklima-Index spiegelt die Konsumneigung der Privathaushalte in Deutschland wider. Hierbei werden verschiedenen Haushalten zur deren Konsumabsichten befragt, um eine Einschätzung der Konsumneigung zu erhalten. Ein negativer Indexwert steht hierbei für eine schlechte Verbraucherstimmung.

Insbesondere infolge des Kriegs in der Ukraine und der damit verbundenen Konsumzurückhaltung stürzte der Konjunkturindikator im Laufe des Jahres 2022 ab, konnte sich aber in den ersten Monaten des Jahres 2023 ein wenig erholen. Seither stagnierte der GfK-Konsumklima Index weitestgehend. Im August 2024 lag der Indexwert bei -18,6 Punkten. Für September 2024 erwartet die GfK einen Indexwert von -22 Punkten und somit eine weiterhin schlechte Konsumentenstimmung.

Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des HDE-Konsumbarometers zwischen 2016 und 2024. Das HDE-Konsumbarometer ist zukunftsorientiert und bildet die Konsumstimmung ab, die sich in den Konsumausgaben der folgenden drei Monate zeigt. Das HDE-Konsumbarometer basiert dabei auf zukunftsgerichteten Fragen zu Anschaffungsneigung, Sparneigung und der finanziellen Situation.



Quelle: Handelsblatt Research Institute, HDE Konsumbarometer, September 2024.

Während die Konsumstimmung bis zum Beginn der Corona-Pandemie viele Jahre einen Indexwert von etwa 100 oder knapp darüber aufwies, zeigte sich im Frühjahr 2020 ein rascher und deutlicher Einbruch, dem aber eine nahezu ebenso schnelle Erholung folgte. Im Verlauf des Jahres 2022 ist als Folge des Ukraine-Kriegs und stark gestiegener Inflationsraten eine kontinuierliche Verschlechterung der Konsumstimmung zu beobachten. Erst gegen Ende 2022 ergab sich nach dem HDE-Konsumbarometer wieder eine Besserung der Konsumstimmung, auch wenn die Werte weiterhin unter 100 verharrten. Bis zum Spätsommer 2023 hielt die grundsätzlich positive Entwicklung bezüglich der Konsumerwartungen an, wobei auch im Mai 2024 der Index mit 97,51 Punkten zwar wieder ein Niveau wie zuletzt im November 2021¹⁸ erreicht hat, er aber weiterhin unter 100 liegt. Auch im September 2024 liegt der Index mit 96,93 Punkten, weiterhin unter 100, wodurch sich der Eindruck verstärkt, dass eine gesamtwirtschaftliche Erholung sowie eine Erholung beim privaten Konsum im Jahr 2024 ausbleiben wird.¹⁹

Die weiterhin verhaltene Konsumstimmung reflektiert die konjunkturelle Ausgangslage, die verhaltenen Wachstumsprognosen sowie die erforderlichen Einsparungen im Bundeshaushalt 2024.²⁰ Die Bundesregierung rechnet für das Jahr 2024 mit einer Rezession.²¹

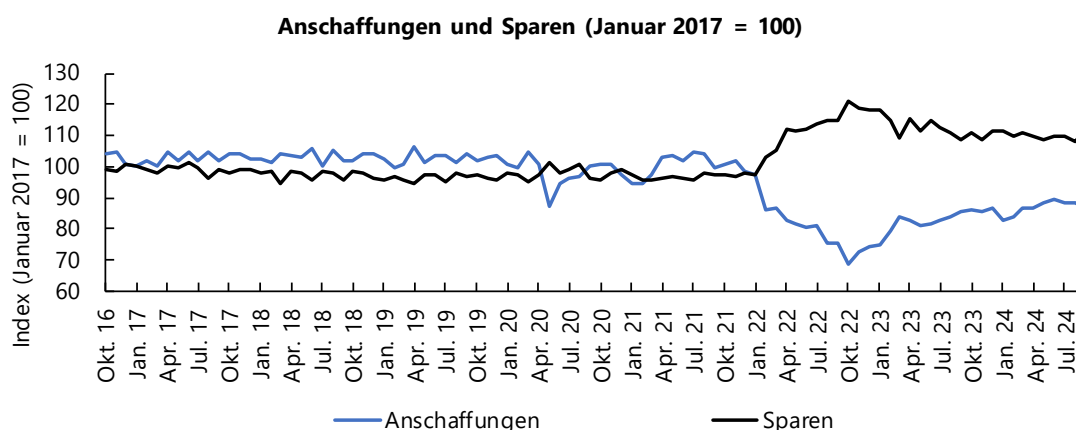
¹⁸ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, Mai 2024, S. 7 f.

¹⁹ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, September 2024, S. 6 f.

²⁰ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, Februar 2024, S. 5 f.

²¹ Vgl. Herbstprojektion 2024 der Bundesregierung vom 9. Oktober 2024.

Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Teilindikatoren Anschaffungsneigung und Sparneigung des HDE-Konsumbarometers von Oktober 2016 bis April 2024.



Quelle: Handelsblatt Research Institute, HDE Konsumbarometer, September 2024.

Während sich Anschaffungen und Sparneigungen über viele Jahre hinweg etwa die Waage hielten, überwiegt seit Januar 2022 die Sparneigung deutlich gegenüber der Anschaffungsneigung. Die Erwartung gestiegener Zinsen und Preise impliziert hierbei einen Rückgang des Konsums. Nach den Verlautbarungen der Energieversorger bezüglich höherer Energiekosten sowie steigender Lebenserhaltungskosten erreichte die Anschaffungsneigung im Oktober 2022 mit rund 69 Punkten ein Allzeit-Tiefstand.²² Seither stieg die Anschaffungsneigung wieder sukzessive auf zuletzt 88 Punkte im Mai 2024 an. Zusammenfassend ist dennoch weiterhin eine Zurückhaltung der Verbraucher sowie eine tendenzielle Sparneigung zu verzeichnen.²³ Die von den Konsumenten erwarteten Einkommenszuwächse fließen somit nicht nur in Anschaffungen. Ein Teil wird zwar auch zur Belebung des privaten Konsums führen, dennoch sind die Konsumenten von einer Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation nicht so überzeugt, dass sie von einer finanziellen Absicherung absehen.²⁴ Auch nach den Daten vom September 2024 ist nicht davon auszugehen, dass der private Konsum in den folgenden Monaten zu einem gesamtwirtschaftlichen Wachstum beitragen wird. Die Konjunkturerwartungen der Verbraucher weisen im September 2024 einen deutlichen Rückgang auf.²⁵

²² Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, Oktober 2023, S. 11 f.

²³ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE Konsumbarometer, Februar 2024, S. 10 f.

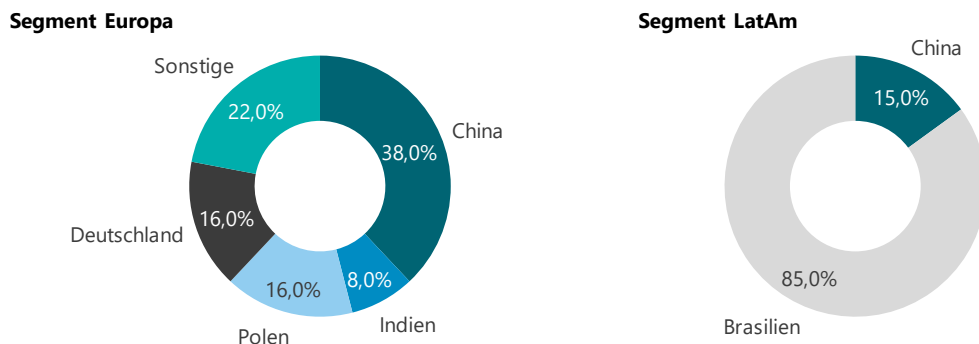
²⁴ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, Mai 2024, S. 7 f.

²⁵ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, September 2024, S. 7 f.

Transportkosten

Als Online-Händler im Bereich Home & Living-Produkte produziert die home24 nicht selbst, sondern bezieht die Produkte von weltweiten Lieferanten und versendet diese an ihre Kunden. Vor diesem Hintergrund spielt die Entwicklung der Transportkosten eine wichtige Rolle für die Ertragslage der home24.

Nachfolgendes Schaubild zeigt die Produktherkunft nach Ländern:



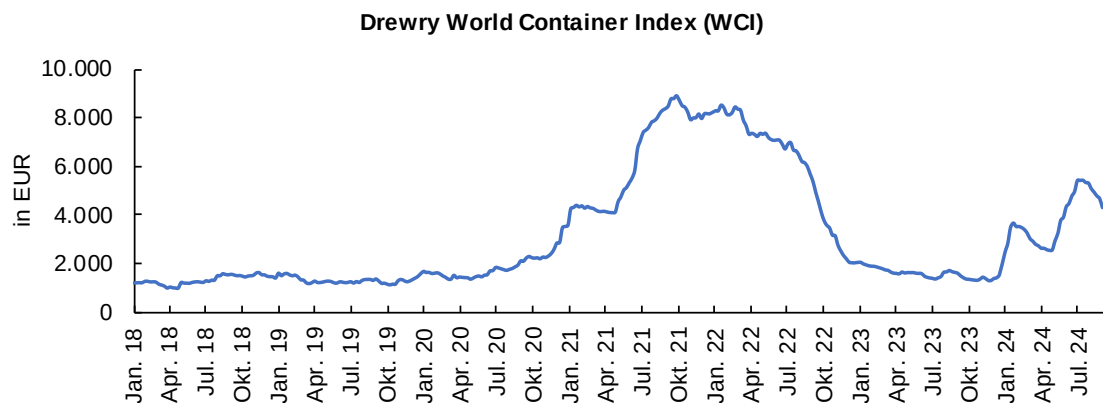
Quelle: Konzernabschluss 2022 home24 SE, S. 17.

Im Geschäftsjahr 2022²⁶ stammten rund 38 % der verkauften Produkte im Segment Europa und rund 15 % der verkauften Produkte im Segment LatAm aus China. Weitere 8 % der Produkte im Segment Europa wurden aus Indien und 16 % aus Polen bezogen. Nur 16 % der eingekauften Produkte stammen aus Deutschland. 85 % der Produkte im Segment LatAm haben ihren Ursprung in Brasilien, der Rest stammt überwiegend aus China.

Da somit fast die Hälfte der verkauften Produkte aus Indien und China stammen, ist insbesondere die Entwicklung der Frachtkosten ein wichtiger Einflussfaktor für den Erfolg des Geschäftsmodells der home24.

Nachfolgendes Diagramm zeigt die Entwicklung des World Container Index (WCI) für den Zeitraum 2018 bis 2024 in Euro. Der WCI ist ein vom Forschungs- und Beratungsunternehmen Drewry entwickelter Index für Containerfrachtraten auf acht wichtigen Routen von und nach USA, Europa und Asien.

²⁶ Für 2023 hat die Gesellschaft auskunftsgemäß eine entsprechende Aufstellung nicht ermittelt. Nach den uns erteilten Auskünften ist die Zusammensetzung der Produktherkunft im Jahr 2023 jedoch weitgehend unverändert.



Quelle: WCI Composite Container Freight Benchmark Rate per 40 Foot Box Drewry.

Während der Transport eines Standard-40-Fuß Container im Januar 2020 noch rund EUR 1.600 kostet, kostete dieser infolge der Corona-Pandemie und damit verbundenen Störungen in der Lieferkette im Oktober 2021 rund EUR 8.500. Die Konsumzurückhaltung infolge des Ukrainekrieges und des Anstiegs der Inflationsraten führten zu einem verringerten Handel und damit einhergehend zu einem Rückgang der Frachtkosten auf rund EUR 1.374 im Juli 2023. Im Dezember 2023 und Januar 2024 stiegen die Preise für Containertransporte infolge anhaltender Angriffe der Huthi-Rebellen auf Schiffe im Roten Meer und der damit verbundenen Notwendigkeit der Umleitung der Schiffe erneut an und betrugen Ende Januar 2024 rund EUR 3.500. Im Februar bis April 2024 war ein Rückgang auf rund EUR 2.520 zu verzeichnen, während die Preise für Containertransporte im Sommer 2024 erneut deutlich anstiegen. Insgesamt ist in den letzten Jahren eine hohe Volatilität in der Entwicklung der Containerkosten zu beobachten, die insbesondere Ausdruck der geopolitischen Unsicherheiten ist.

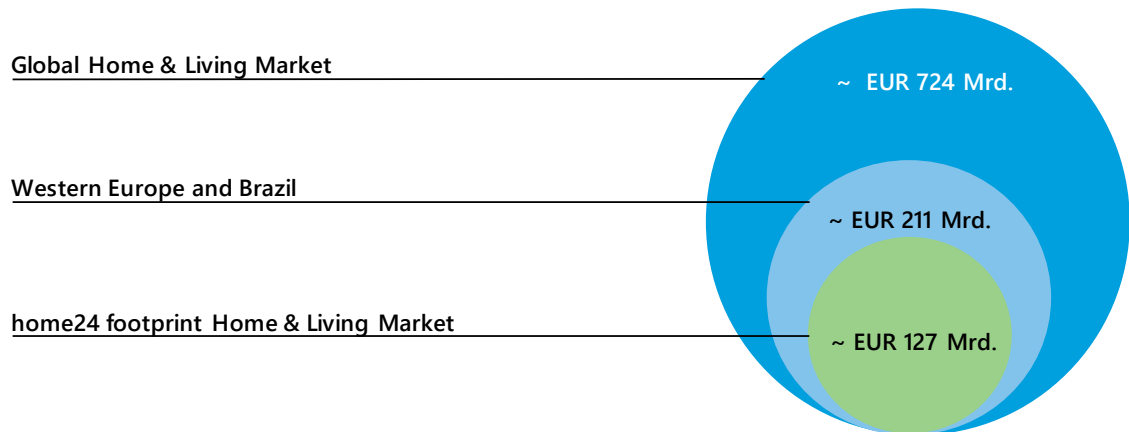
ab) Analyse des Marktumfelds

Übersicht

Die home24 ist dem Home & Living-Markt zuzuordnen, der inhaltlich Möbel und Wohnaccessoires umfasst. In geografischer Hinsicht umfasst die Geschäftstätigkeit der home24 Kontinentaleuropa und Lateinamerika. Eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf andere Länder ist nicht geplant.

Der weltweite Home & Living-Markt wird von Euromonitor im Jahr 2023 auf rund EUR 724 Mrd. beziffert. Darin berücksichtigt sind ausschließlich Wohnmöbel, keine Möbel für die gewerbliche

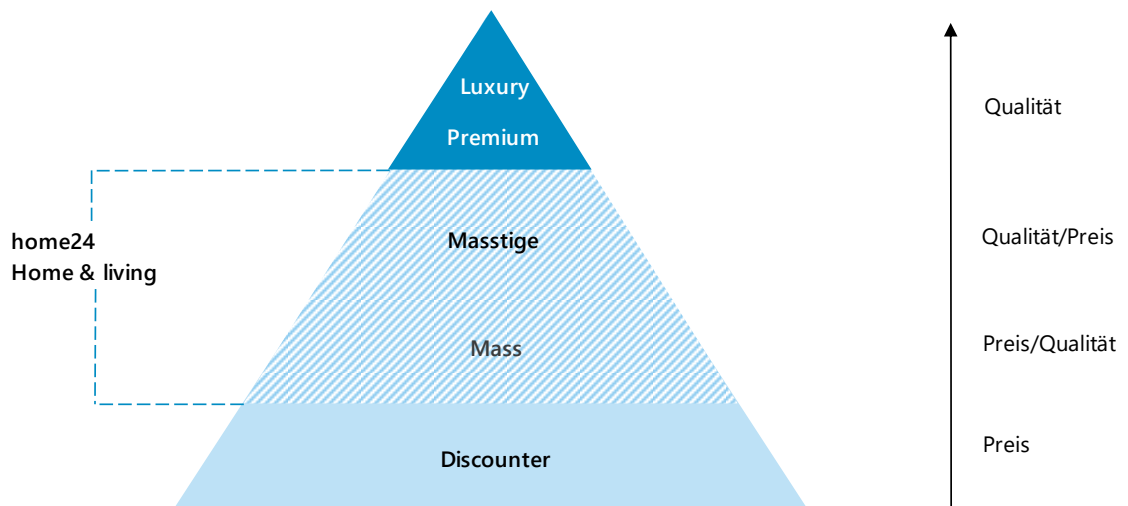
Nutzung. Von diesem Betrag entfällt ein Volumen von rund EUR 211 Mrd. auf Westeuropa und Brasilien. Hauptabsatzmärkte der home24 innerhalb Westeuropas sind neben Deutschland insbesondere Österreich und die Schweiz, Frankreich, Niederlande, Italien und Belgien. Diese Länder, zusammen mit Brasilien, stellen im Wesentlichen den „Total Addressable Market“ der home24 dar. Im Jahr 2023 weist der Total Addressable Market nach den Daten von Euromonitor ein Volumen von rund EUR 127 Mrd. auf. Diese Gliederung ist in der folgenden Übersicht dargestellt.



Quelle: Euromonitor, Hochrechnung RSM Ebner Stolz.

Innerhalb des Total Addressable Markets der home24 entfällt jeweils nur ein vergleichsweise geringer Teil auf den Online-Handel. Wir verweisen hierzu auf die nachfolgenden länderspezifischen Ausführungen.

Neben einer geografischen Betrachtung lässt sich der Home & Living-Markt hinsichtlich der Dimensionen „Qualität“ und „Preis“ kategorisieren. Die home24 SE ist hierbei insbesondere im Massenmarkt tätig, der sich durch eine hohe Adaptionfähigkeit an Marktveränderungen auszeichnet. Damit bearbeitet die home24 ein breites Feld im mittleren Produktbereich. Die folgende Übersicht zeigt diese Einordnung gemäß der vom Vorstand der home24 getroffenen Markteinteilung:



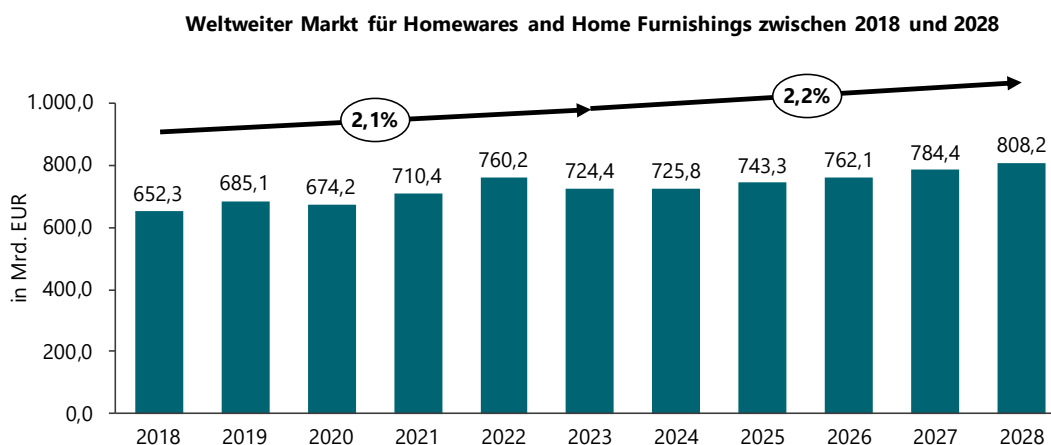
Der von home24 adressierte Markt ist durch hohe Nachfragemengen geprägt. Dies setzt voraus, dass sich eine große Zahl an Käufern die angebotenen Produkte finanziell leisten kann. Dadurch grenzt sich home24 zu den nur in geringen Stückzahlen absetzbaren Produkten des Premium- und Luxussegments ab. Daneben legen die von home24 angesprochenen Kunden einen hohen Wert auf die Qualität der Produkte, was die Abgrenzung gegenüber Discounterware erklärt. Produkte des günstigeren Preissegments werden allerdings über den home24-Marktplatz als Drittangebote vertrieben.

Ein wesentlicher Trend im Markt von Home & Living-Produkten ist die Verschiebung vom stationären Offlinehandel hin zum Onlinehandel. In vielen Ländern wächst der Marktanteil des Online-Handels seit einigen Jahren deutlich. Nicht zuletzt durch pandemiebedingte Schließungen des stationären Handels hat die home24 in den Jahren 2020 und 2021 stark von diesem Trend profitiert. Im Vergleich zu anderen Branchen wie beispielsweise der Modebranche liegt der Online-Anteil in der Home & Living-Branche gegenwärtig aber noch deutlich geringer. Auch geografisch bestehen Unterschiede: So ist beispielsweise der Online-Anteil in den von der home24 nicht bearbeiteten Ländern USA und Großbritannien deutlich höher als in vielen Ländern Kontinentaleuropas, u.a. auch in Deutschland.

Weltweiter Home & Living Markt

Im Jahr 2021 verzeichnete der weltweite Möbelmarkt ein erhebliches Wachstum, das zum Teil durch die COVID-19-Pandemie angetrieben wurde. Menschen verbrachten in dieser Zeit mehr Zeit zu Hause und investierten in die Gestaltung der Wohnräume. Aufgrund der Lockerungen der COVID-19-Beschränkungen und der steigenden Inflationen stand der Online-Möbelmarkt 2022 vor großen Herausforderungen.²⁷

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des weltweiten Marktes für Homewares and Home Furnishings des Marktforschungsunternehmens Euromonitor für den Zeitraum von 2018 bis 2023 sowie die jeweiligen Prognosen für die Jahre 2024 bis 2028:

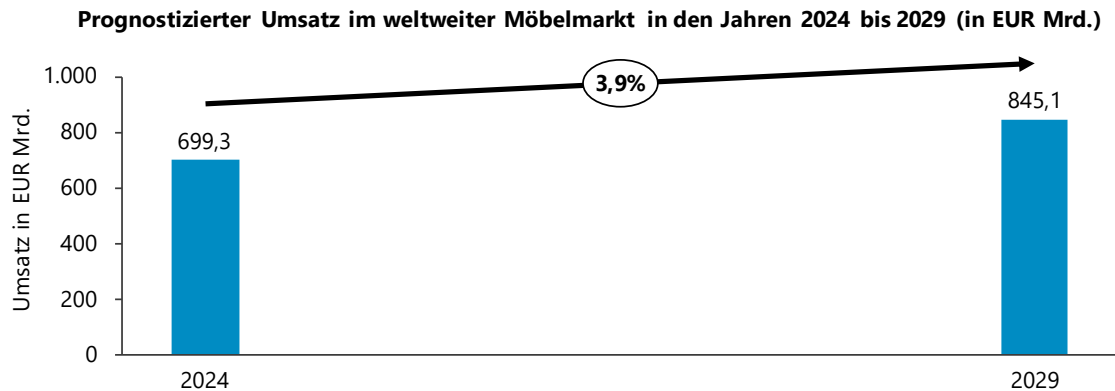


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

Im Jahr 2023 wird der globale Markt für Home & Living-Produkte von Euromonitor auf rund EUR 724 Mrd. geschätzt. Das durchschnittliche realisierte jährliche Wachstum zwischen 2018 und 2023 lag bei rund 2,1 % p.a. Ausgehend vom Jahr 2023 wird von Euromonitor bis zum Jahr 2028 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 2,2 % p.a. und damit ein ganz ähnliches Niveau wie in den Vorjahren erwartet. Bezogen auf den Zeitraum zwischen 2024 und 2028 ergibt sich ein leicht höheres durchschnittliches Wachstum von rund 2,7 % p.a., da Euromonitor für 2024 nur sehr geringfügige Zuwächse prognostiziert.

Laut Statista beläuft sich das Marktvolumen des weltweiten Möbelmarkts im Jahr 2024 auf rund EUR 699,3 Mrd. Nach ihren Prognosen wird im Jahr 2029 ein Marktvolumen von rund EUR 845,1 Mrd. erwartet, was einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von rund 3,9 % p.a. entspricht. Dieser Wert liegt etwas über den Prognosen von Euromonitor.

²⁷ Vgl. Statista, Furniture-Worldwide.

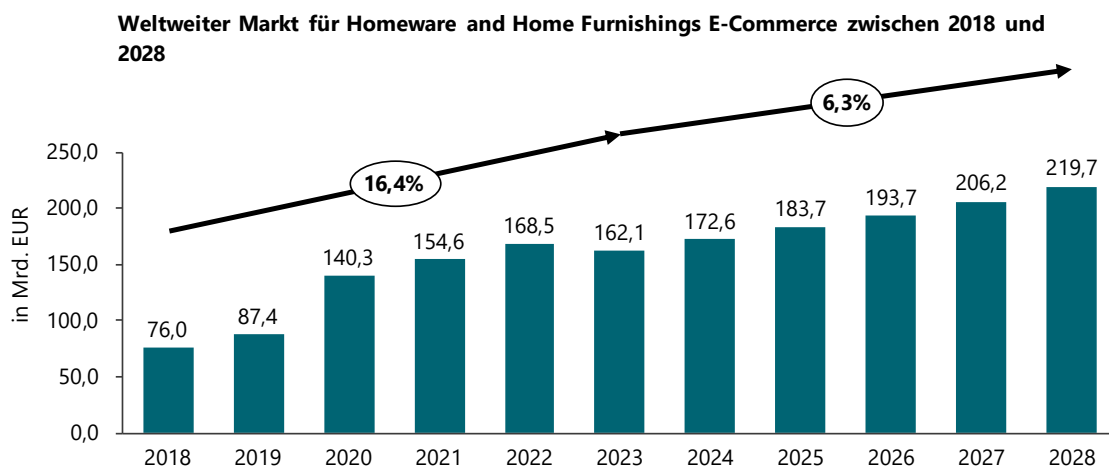


Quelle: Statista, Furniture-Worldwide.

Insgesamt lässt sich den vorliegenden Quellen entnehmen, dass sich der weltweite Möbelmarkt in den kommenden Jahren durchschnittlich mit Wachstumsraten im Bereich von 2 % bis 4 % p.a. entwickeln soll.

Innerhalb des Home & Living-Markts lassen sich mit dem Online-Handel und dem stationären Geschäft zwei grundlegend unterschiedliche Vertriebskanäle unterscheiden. Dazwischen bestehen Geschäftsmodelle, die beide Absatzmöglichkeiten kombinieren (sog. „Omnichannel“), wobei je nach Unternehmen der Fokus mehr oder weniger stark auf der einen oder anderen Seite liegt. Aufgrund seiner eindeutigen Online-Ausrichtung agiert die home24 insbesondere im Teilsegment Online-Möbelhandel.

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des E-Commerce-Markts für Home & Living-Produkte im Zeitraum von 2018 bis 2023 sowie die Prognosen für die Jahre 2024 bis 2028 gemäß den Daten von Euromonitor:

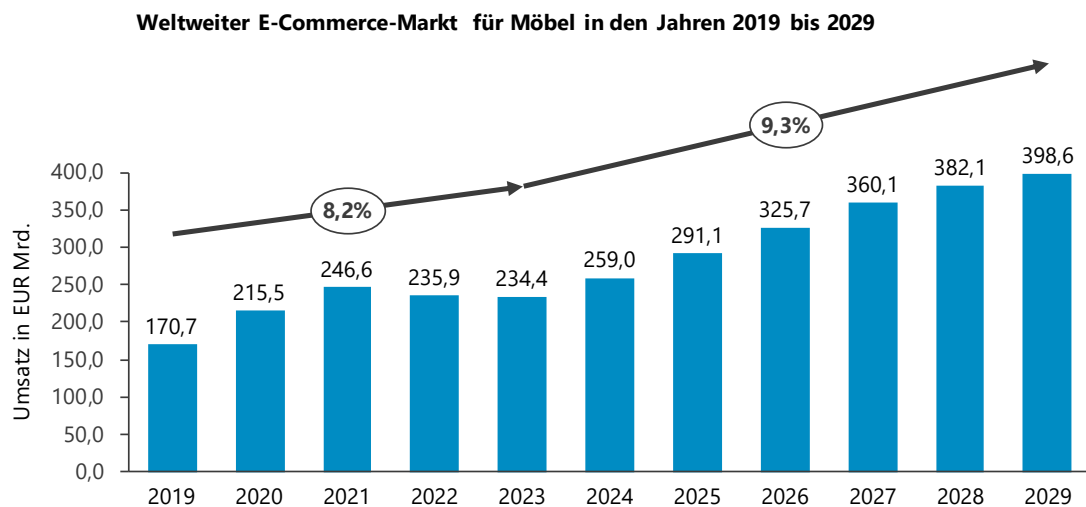


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings; RSM Ebner Stolz Analyse²⁸.

Im Jahr 2023 entfielen rund EUR 162,1 Mrd. der Umsätze im Bereich Homeware and Home Furnishings auf den Vertriebskanal E-Commerce, was einem Anteil am Gesamtmarkt von rund 22,4 % entspricht (auch als „Online-Penetrationsrate“ bezeichnet). Im Jahr 2024 wird der globale E-Commerce Markt für Home & Living Produkte auf rund EUR 172,6 Mrd. geschätzt. Für den globalen E-Commerce Markt für Home & Living Produkte ergibt sich auf Basis der prognostizierten Marktgröße im Jahr 2023 unter Berücksichtigung der erwarteten Wachstumsraten für den Home and Garden E-Commerce Markt bis zum Jahr 2028 ein CAGR von rund 6,3 %. Dieser Wert liegt deutlich über dem globalen Marktwachstum des Home & Living Marktes insgesamt (inkl. Offline-Geschäft) von rund 2,2 %, wie vorstehend gezeigt. Dies verdeutlicht, dass der Online-Möbelhandel sukzessive an Bedeutung gewinnt und stationäres Geschäft verdrängt. Gleichwohl ist festzuhalten, dass die deutlich höheren Wachstumsraten der Jahre bis 2023 (CAGR 2018-2023: 16,4 % p.a.), die auch stark von einem Corona-bedingten Schub im Online-Segment geprägt waren, zukünftig nicht mehr erreicht werden.

²⁸ Da Euromonitor für das Teilsegment „Homeware and Home Furnishings“ keine Prognosen auf Ebene der Vertriebskanäle „Online“ und „Offline“ vornimmt, haben wir hilfsweise eine Fortschreibung anhand der Wachstumsraten für den Online-Bereich des übergeordneten Segments „Home- and Garden E-Commerce“ vorgenommen.

Ein etwas abweichendes Bild ergibt sich auf Basis der Daten von Statista. Die nachfolgende Grafik zeigt die seitens Statista angegebenen historischen und prognostizierten Wachstumsraten des weltweiten E-Commerce-Markts für Möbel im Zeitraum 2019 bis 2029:

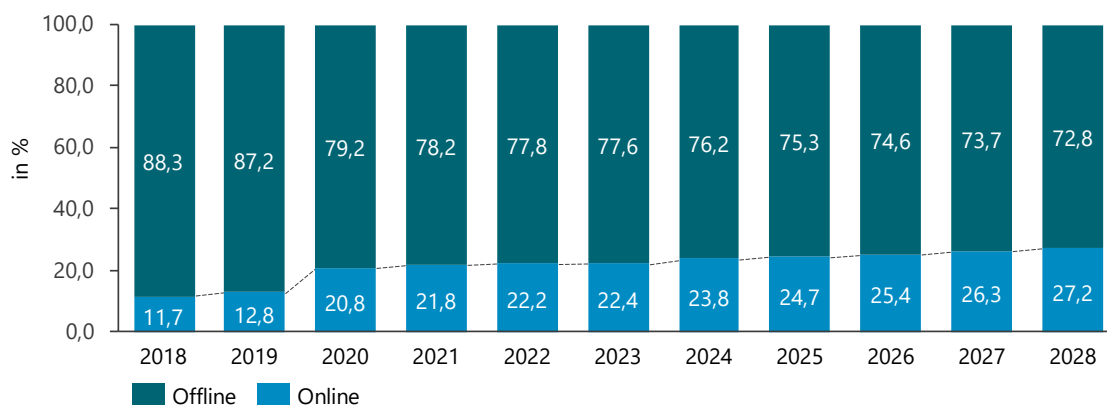


Quelle: Statista, Weltweiter E-Commerce-Markt für Möbel 2019 bis 2029.

In den Jahren 2020 und 2021 zeigt sich wie bei Euromonitor ein corona-bedingtes deutliches Wachstum des Online-Möbelmarkts. Ebenso wird der Einbruch im Jahr 2022 ersichtlich, der auf die vorstehend beschriebenen Gründe zurückgeht. Der CAGR der Jahre 2019 bis 2023 liegt bei rund 8,2 % p.a. Für die kommenden Jahre erwartet Statista zunächst deutlich zweistellige Wachstumsraten, ehe ab 2028 ein Marktwachstum von nur noch rund 4-6 % p.a. prognostiziert wird. Der CAGR des Zeitraums 2023 bis 2029 liegt mit rund 9,3 % etwas oberhalb der Prognosen von Euromonitor.

Insgesamt zeigt sich weltweit, dass der Anteil des Online-Geschäfts am Gesamtmarkt tendenziell steigt. Nachfolgende Grafik zeigt die historische sowie die prognostizierte Entwicklung der Online-Penetrationsrate im globalen Markt für Home & Living-Produkte laut Euromonitor. Die Penetrationsrate gibt den Vertriebsanteil von Online und Offline an und gibt Aufschluss über das Marktpotenzial im Online- bzw. Offlinemarkt für Home & Living-Produkte.

Weltweite Vertriebskanäle – Verteilung Online/Offline in %



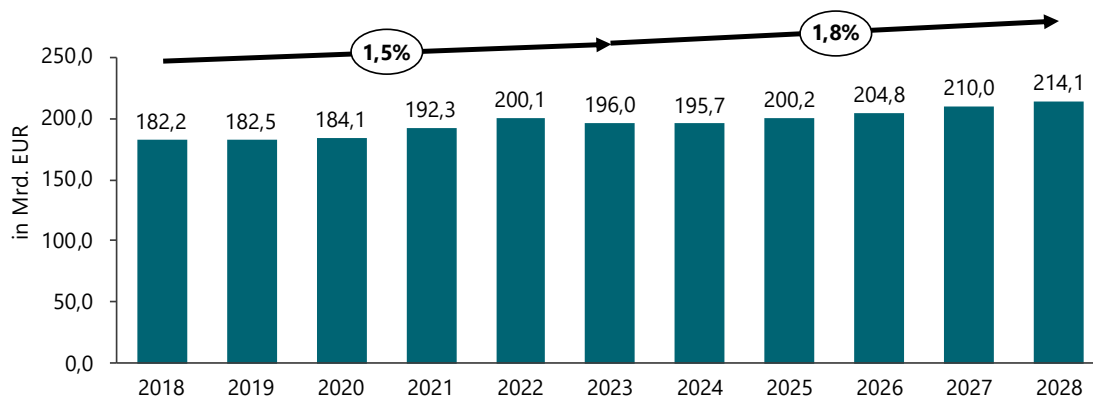
Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings, Homeware and Home Furnishings E-Commerce; RSM Ebner Stolz Analyse.

Der Vertrieb im weltweiten globalen Möbelmarkt erfolgt weiterhin überwiegend im stationären Handel. So wurden im Jahr 2023 rund 78 % aller Retailumsätze im Bereich Home & Living offline getätigt. In Einklang mit der höheren Wachstumsprognose der E-Commerce-Umsätze im Vergleich zum Gesamtmarkt für Home & Living-Produkte soll der Online-Anteil von rund 22,4 % im Jahr 2023 langsam, aber kontinuierlich auf rund 27,2 % im Jahr 2028 steigen. Der sprunghafte Anstieg im Jahr 2020 war dagegen im Wesentlichen auf das veränderte Einkaufsverhalten infolge der mit Lock-downs verbundenen Schließung des Filialgeschäfts im Zuge der Corona-Pandemie zurückzuführen.

Westeuropa

Innerhalb Europas ist die home24 SE insbesondere in Deutschland, Österreich, Schweiz, Frankreich, Niederlande und Italien tätig. Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des westeuropäischen Marktes für Homewares and Home Furnishings von 2018 bis 2023 sowie die jeweiligen Prognosen für die Jahre 2024 bis 2028 des Marktforschungsunternehmens Euromonitor:

Westeuropäischer Markt für Homewares and Home Furnishings zwischen 2018 und 2028

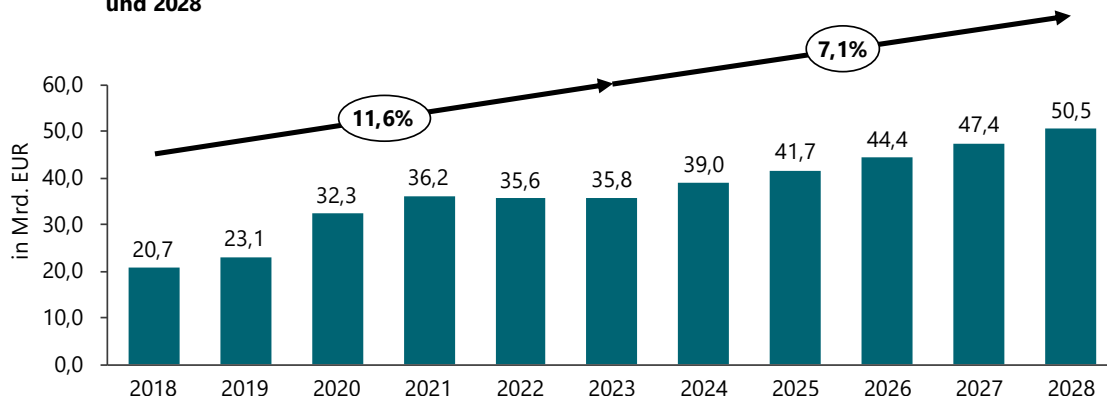


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

Im Jahr 2023 wird der westeuropäische Markt für Home & Living-Produkte auf rund EUR 196,0 Mrd. geschätzt. Für 2024 wird zunächst ein leichter Rückgang erwartet, ehe in den Folgejahren wieder Zuwächse erzielt werden sollen. Im Vergleich zum weltweiten Möbelmarkt wird für den westeuropäischen Markt ausgehend vom Jahr 2023 bis 2028 mit rund 1,8 % p.a. ein etwas geringeres durchschnittliches jährliches Wachstum prognostiziert. Dieser Wert liegt allerdings noch immer leicht über dem historischen Wachstum der vergangenen Jahre (rund 1,5 % p.a.).

Dem Online-Segment traut Euromonitor eine deutlich dynamischere Entwicklung zu als dem Gesamtmarkt. Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des E-Commerce-Markts für Home & Living-Produkte in Westeuropa im Zeitraum von 2018 bis 2023 sowie jeweils die Prognosen für die Jahre 2024 bis 2028 laut Euromonitor:

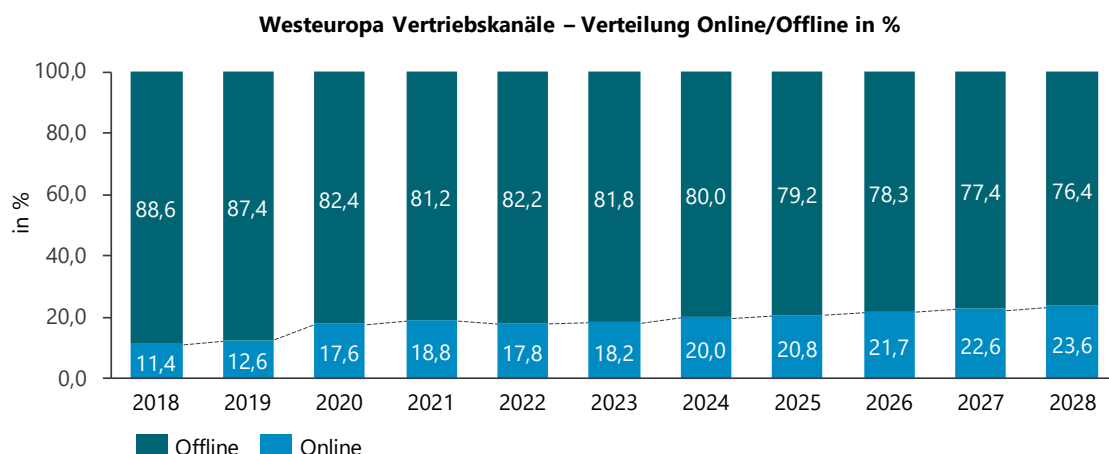
Westeuropäischer Markt für Homeware and Home Furnishings E-Commerce zwischen 2018 und 2028



Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings; RSM Ebner Stolz Analyse.

Ausgehend von einem geschätzten Marktvolumen von rund EUR 35,8 Mrd. im Jahr 2023 wird bis zum Jahr 2028 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 7,1 % erwartet. Das erwartete Wachstum im Online-Segment ist demnach nahezu dreimal so hoch wie das Gesamtmarktwachstum, bleibt aber deutlich hinter dem historischen Anstieg von rund 11,6 % p.a. (CAGR 2018 bis 2023) zurück.

Nachfolgende Grafik zeigt die prognostizierte Entwicklung des Online-Anteils im westeuropäischen Markt für Home & Living-Produkte.



Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings; RSM Ebner Stolz Analyse.

In Einklang mit der höheren Wachstumsprognose der E-Commerce-Umsätze im Vergleich zum Gesamtmarkt für Home & Living-Produkte soll der Online-Anteil von rund 18,2 % im Jahr 2023 auf rund 23,6 % im Jahr 2028 steigen. Damit ist der Online-Anteil in Westeuropa geringer als bei einer weltweiten Betrachtung.

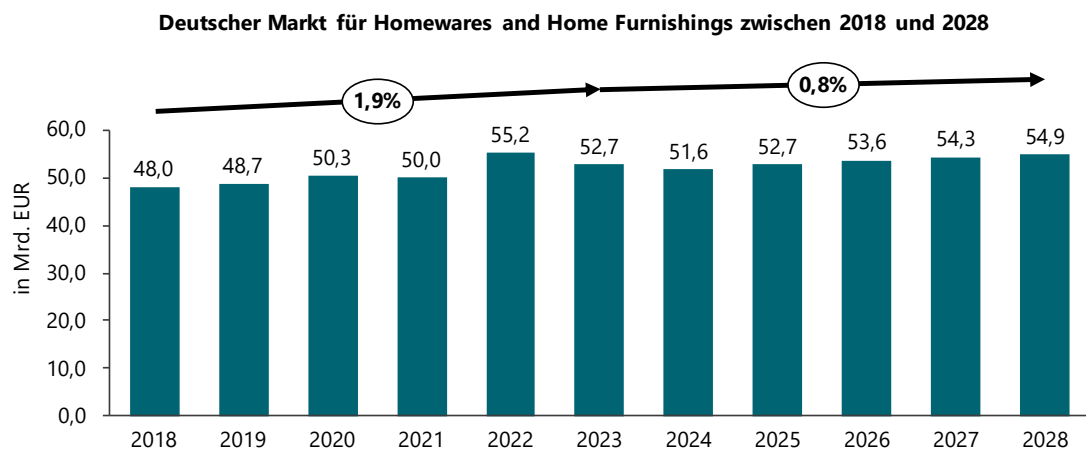
Deutschland

Innerhalb Westeuropas ist Deutschland der wichtigste Absatzmarkt der home24. Der auf Deutschland entfallende Markt für Home & Living-Produkte wird von Euromonitor im Jahr 2023 auf rund EUR 52,7 Mrd. geschätzt.

Im Jahr 2022 verzeichnete der Markt für Einrichtungsgegenstände insbesondere aufgrund der gestiegenen Inflation in Deutschland ein positives Wachstum. In diesem Zusammenhang erhöhten die Marktteure ihre Produktpreise deutlich, wodurch der Umsatz im Bereich Sofa, Betten und Aufbewahrungsmöbel anstieg. Der Umsatzanstieg war jedoch nicht vollständig

inflationstrieb. Der Umsatz zu konstanten Preisen erhöhte sich ebenfalls, sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch gegenüber dem Niveau vor der Pandemie. Da die Wohnungen in Deutschland tendenziell weniger Platzangebot aufweisen, setzten die Kunden vermehrt auf Stauraumöbel.²⁹ Dagegen war im Jahr 2023 ein deutlicher Umsatzrückgang festzustellen, der sich auch im laufenden Jahr 2024 gemäß den Prognosen von Euromonitor fortsetzen soll.

Nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung des deutschen Marktes für Home & Living-Produkte bis zum Jahr 2023 sowie die Prognosen bis zum Jahr 2028 laut des Marktforschungsinstituts Euromonitor:



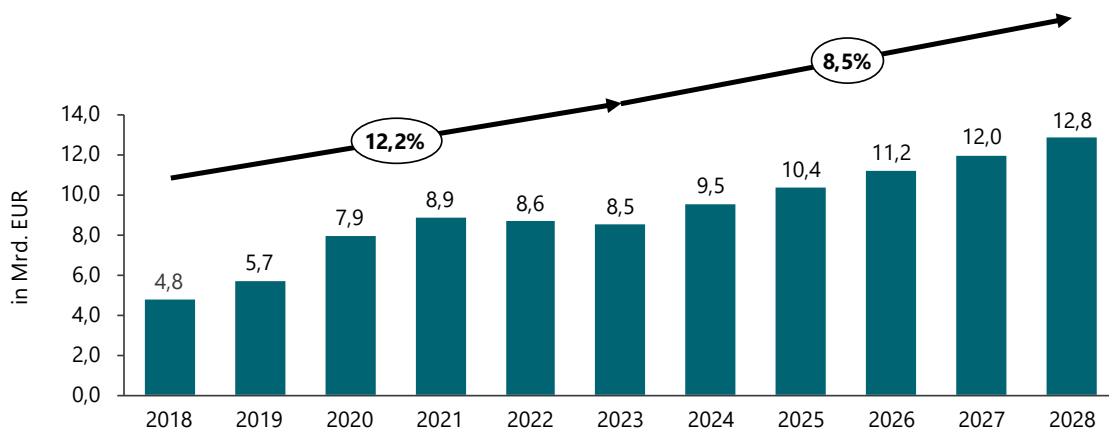
Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

Zwischen den Jahren 2018 bis 2023 wurde ein CAGR von 1,9 % p.a. realisiert. Ausgehend vom Jahr 2023 wird bis zum Jahr 2028 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von nur noch rund 0,8 % p.a. erwartet. Über den Prognosezeitraum hinweg sieht Euromonitor sukzessive rückläufige Wachstumsraten, da viele deutsche Verbraucher erst in den vergangenen Jahren ihre Häuser gekauft bzw. renoviert haben und insoweit die Nachfrage nach Möbeln in den kommenden Jahren voraussichtlich geringer ausfallen wird. Darüber hinaus wird von Euromonitor erwartet, dass das allgemeine Preisniveau im Prognosezeitraum weiter steigen wird, was zu einer weiteren Kaufzurückhaltung und damit einer Verlangsamung des Wachstums im Bereich der Wohnungseinrichtung führen könnte.³⁰

Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des deutschen Marktes für Home & Living-Produkte für den Vertriebskanal E-Commerce bis zum Jahr 2023 sowie das prognostizierte Marktvolumen bis zum Jahr 2028 laut des Marktforschungsinstituts Euromonitor:

²⁹ Vgl. Euromonitor, Home Furnishings in Germany, S. 1.
³⁰ Vgl. Euromonitor, Home Furnishings in Germany S. 2 f.

Deutscher Markt für Homeware and Home Furnishings E-Commerce zwischen 2018 und 2028



Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings; RSM Ebner Stolz Analyse.

Der auf Deutschland entfallende Markt für Home & Living-Produkte mit Vertriebskanal E-Commerce wird im Jahr 2023 auf rund EUR 8,5 Mrd. geschätzt. Von 2018 bis 2023 wurde im Online-Möbelgeschäft ein durchschnittliches jährliche Wachstum von rund 12,2 % p.a. realisiert. Infolge der Corona-Pandemie stieg das Marktvolumen im Jahr 2020 sprunghaft an, sodass in der Spitze von 2019 auf 2020 sogar ein Wachstum von rund 39,0 % erzielt wurde.

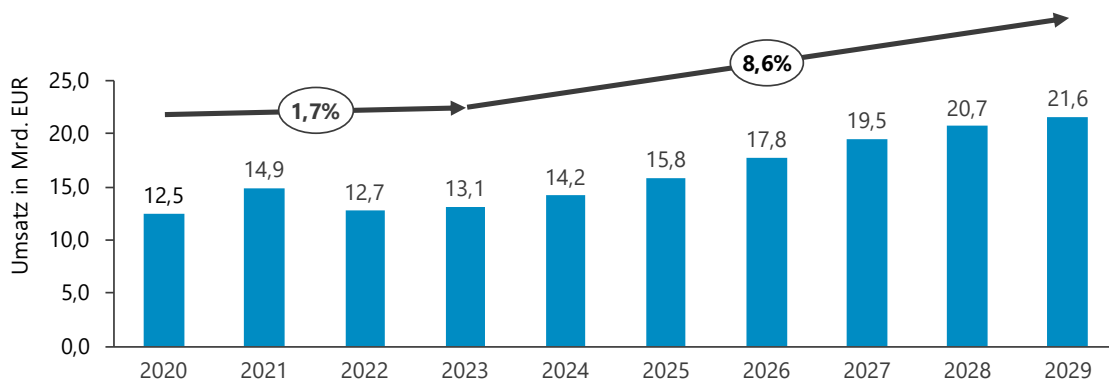
Bis zum Jahr 2028 wird ausgehend vom Jahr 2023 ein weiterhin hohes durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 8,5 % p.a. erwartet, wobei - wie im deutschen Möbelmarkt insgesamt - im Zeitablauf eine sukzessive Abschwächung des Wachstums erwartet wird. Laut Euromonitor stellt die von den Anbietern verwendete Technologie einen wichtigen Umsatztreiber dar. In diesem Zusammenhang haben bereits einige Einzelhändler begonnen, in Augmented Reality zu investieren, um ein verbessertes Kundenerlebnis anzubieten.³¹

Neben Euromonitor bietet auch Statista eine Prognose für die Entwicklung des Online-Möbelmarktes in Deutschland. Das Marktvolumen weicht dabei deutlich von den Angaben von Euromonitor ab. Offensichtlich erfolgt seitens Statista eine abweichende Marktabgrenzung. Die relative Entwicklung sowohl für die vergangenen Jahre als auch im Prognosezeitraum ist aber ähnlich wie bei Euromonitor.³² Die nachfolgende Grafik zeigt die seitens Statista angegebenen Entwicklung des E-Commerce-Markt in Deutschland für Möbel bis zum Jahr 2029:

³¹ Vgl. Euromonitor, Home Furnishings in Germany S. 2.

³² Das dennoch deutlich geringere durchschnittliche Wachstum (CAGR) im Vergangenheitszeitraum bis 2023 ist bei Statista i.W. dem unterschiedlichen Aufsatzzpunkt im Jahr 2020 geschuldet, während die Euromonitor-Daten bis 2018 zurückreichen. Insoweit ist in den Statista-Daten der Corona-bedingte Anstieg des Jahres 2020 im CAGR nicht enthalten.

Umsatz im E-Commerce-Markt für Möbel in Deutschland in den Jahren 2019 bis 2029 (in Milliarden Euro)

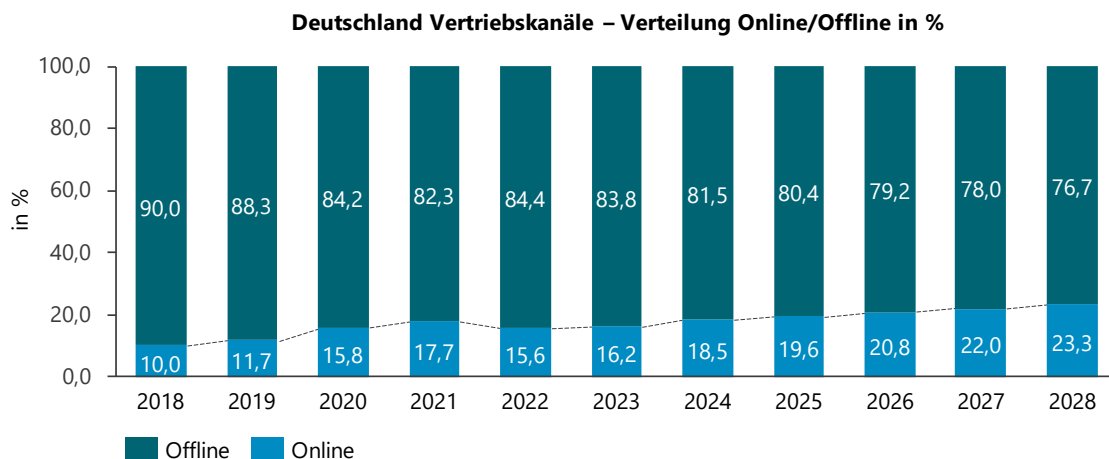


Quelle: Statista, E-Commerce-Markt für Möbel in Deutschland.

Ausgehend vom Jahr 2023 wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum in Höhe von rund 8,6 % bis 2029 prognostiziert. Das erwartete Wachstum liegt somit leicht oberhalb des prognostizierten Wachstums von Euromonitor.

Insgesamt ist hinsichtlich des deutschen Marktes für Home & Living-Produkte mit Vertriebskanal E-Commerce ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2028 bzw. 2029 somit ein durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 8,5 % und 8,6 % p.a. zu erwarten, wobei die Wachstumsraten tendenziell rückläufig sind.

Nachfolgende Abbildung zeigt die prognostizierte Entwicklung des Online-Anteils im deutschen Markt für Home & Living-Produkte gemäß den Daten des Marktforschungsinstituts Euromonitor:



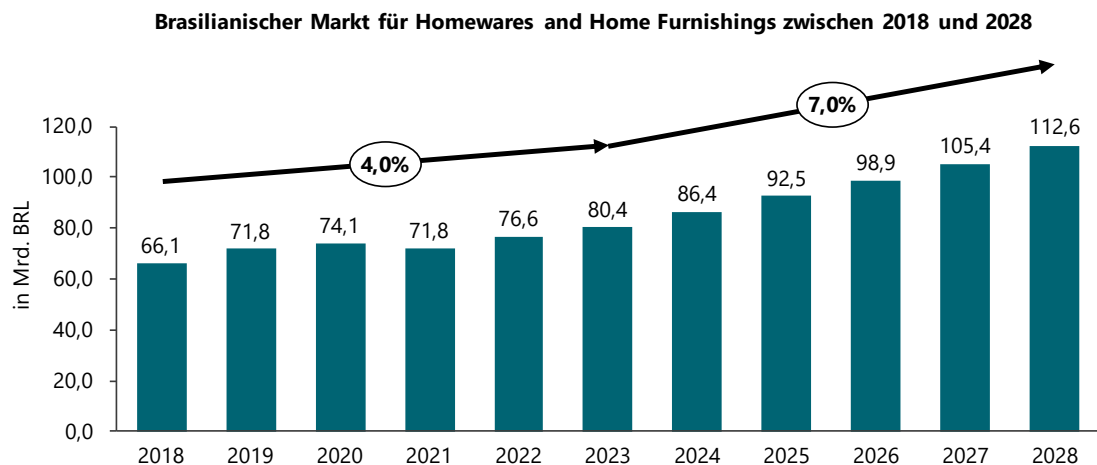
Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

Im Jahr 2023 erfolgten rund 16,2 % aller Retailumsätze im deutschen Home & Living-Geschäft online. Im Prognosezeitraum wird erwartet, dass der elektronische Handel weiterhin Anteile vom Offline-Einzelhandel gewinnen wird. In diesem Zusammenhang soll der Anteil des elektronischen Handels bis zum Jahr 2028 kontinuierlich auf rund 23,3 % ansteigen.

Brasilien

Der Markt in Brasilien ist für Unternehmen geprägt durch hohe Steuerkonformitätskosten, Kapitalkosten sowie große Verwaltungslasten. Obwohl Inflation und steigende Preise im Jahr 2022 zum Wachstum des Marktes für Home Furnishings in Brasilien beitrugen, ist der wertmäßige Umsatz zu konstanten Preisen zeitgleich erneut zurückgegangen, so dass dieser unter dem Niveau vor der Pandemie blieb.³³

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Markts für Home & Living-Produkte in Brasilien im Zeitraum von 2018 bis 2023 sowie jeweils die Prognosen für die Jahre 2024 bis 2028 in Landeswährung (Brasilianischer Real) laut Euromonitor:

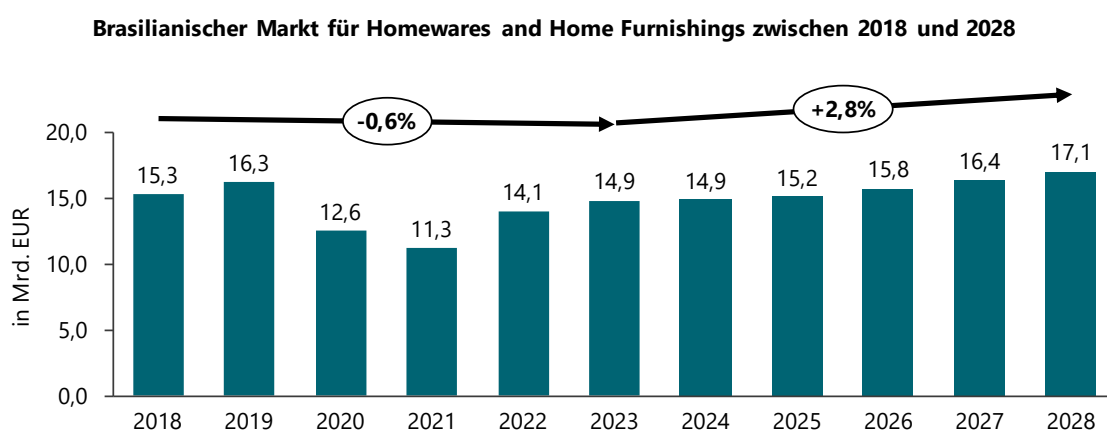


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

Dem historischen Wachstum von rund 4,0 % p.a. sollen laut Euromonitor dynamischere Jahre folgen. Der CAGR in lokaler Währung liegt im Zeitraum 2023 bis 2028 bei rund 7,0 % p.a.

³³ Vgl. Euromonitor, Home Furnishings in Brazil, S. 1.

Aus Perspektive der home24 ist allerdings eine Marktbetrachtung in Euro relevant. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der Brasilianische Real in den Jahren 2018 bis 2023 tendenziell gegenüber dem Euro abgewertet hat. Unter Berücksichtigung der Wechselkursveränderungen zeigt sich in Euro eine deutlich verhaltenere Entwicklung des brasilianischen Möbelmarkts in den Jahren 2018 bis 2023:

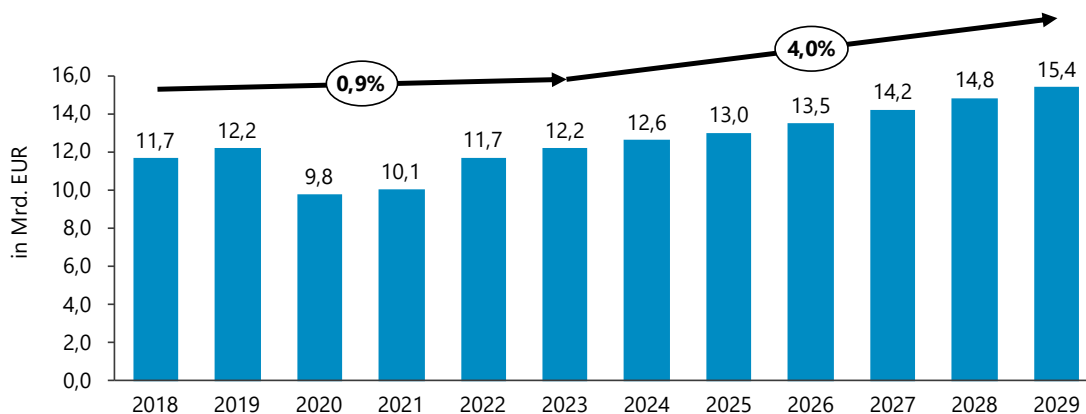


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings; RSM Ebner Stolz Analysen.

Umgerechnet mit den Jahresdurchschnittskursen der Europäische Zentralbank (EZB) hat sich der brasilianische Markt für Home & Living-Produkte ausgehend vom Jahr 2018 bis zum Jahr 2023 mit einem CAGR von rund -0,6 % p.a. sogar in nominellen Größen leicht rückläufig entwickelt. Er wird im Jahr 2023 auf rund EUR 14,9 Mrd. geschätzt. Prospektiv hängt die erwartete Entwicklung in inländischer Währung von der zukünftigen Wechselkursentwicklung des Brasilianischen Real zum Euro ab. Nach unseren Analysen ist auch für die kommenden Jahre von einer kontinuierlichen Abwertung des Reals auszugehen (vgl. Abschnitt 5.2.c)). Entsprechend liegt das in Euro erwartete durchschnittliche Wachstum des brasilianischen Möbelmarkts mit rund 2,8 % deutlich unterhalb der in Landeswährung prognostizierten Entwicklung.

Neben Euromonitor bietet auch Statista eine Prognose für die Entwicklung des Möbelmarktes in Brasilien. Die nachfolgende Grafik zeigt die seitens Statista angegebenen Entwicklung des brasilianischen Möbelmarkts bis zum Jahr 2029 in EUR Mrd.:

Brasilianischer Markt für Furniture zwischen 2018 und 2029

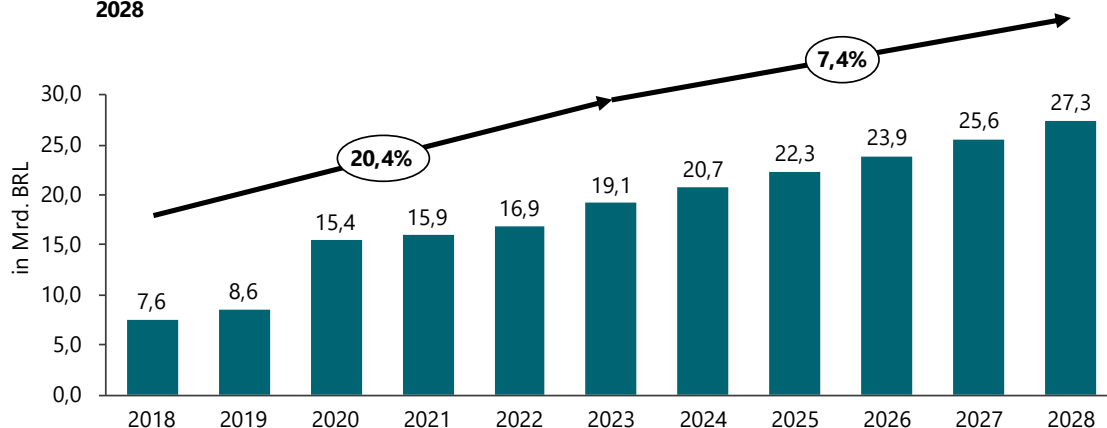


Quelle: Statista, Market Insight, Markt für Möbel in Brasilien.

Auch wenn das Marktvolumen bei Statista in absoluter Höhe deutlich unter den Werten von Euromonitor liegt, deckt sich die historische (+0,9 % p.a.) und die erwartete (+4,0 % p.a.) Veränderungsrate weitgehend mit jener von Euromonitor.

Die nachfolgende Darstellung zeigt ergänzend die Entwicklung des Online-Markts für Home & Living-Produkte in Brasilien im Zeitraum von 2018 bis 2023 sowie jeweils die Prognosen für die Jahre 2023 bis 2028 laut Euromonitor in Landeswährung:

Brasilianischer Markt für Homewares and Home Furnishings E-Commerce zwischen 2018 und 2028

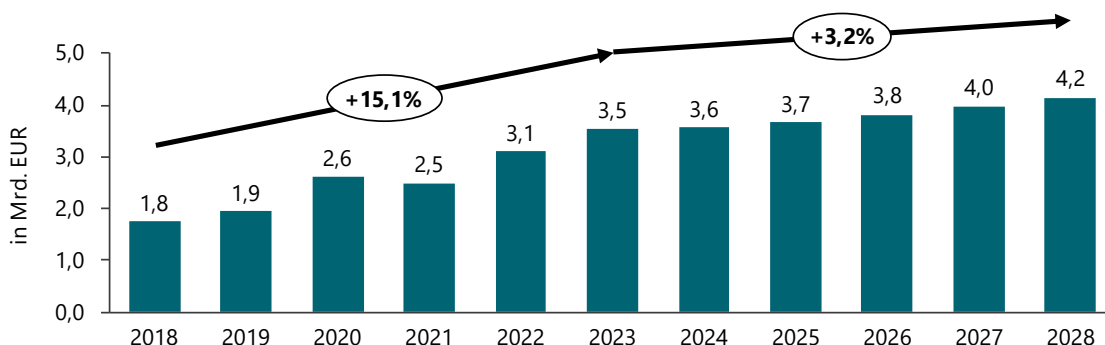


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

In lokaler Währung wurde im Online-Möbelhandel ausgehend vom Jahr 2018 ein sehr deutliches durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 20,4 % bis zum Jahr 2023 realisiert. Ausgehend vom Jahr 2023 wird bis 2028 ein deutlich geringerer CAGR von rund 7,4 % erwartet.

Informativ ist nachfolgend die historische und erwartete Entwicklung des brasilianischen Online-Möbelmarkts auf Basis der Daten von Euromonitor in Euro ausgedrückt dargestellt. Die Vergangenheitsjahre bis 2023 wurden mit den Jahresdurchschnittskursen der Europäische Zentralbank (EZB) umgerechnet. Den Prognosewerten liegen die von uns gutachterlich geschätzten zukünftigen Wechselkurserwartungen zugrunde.

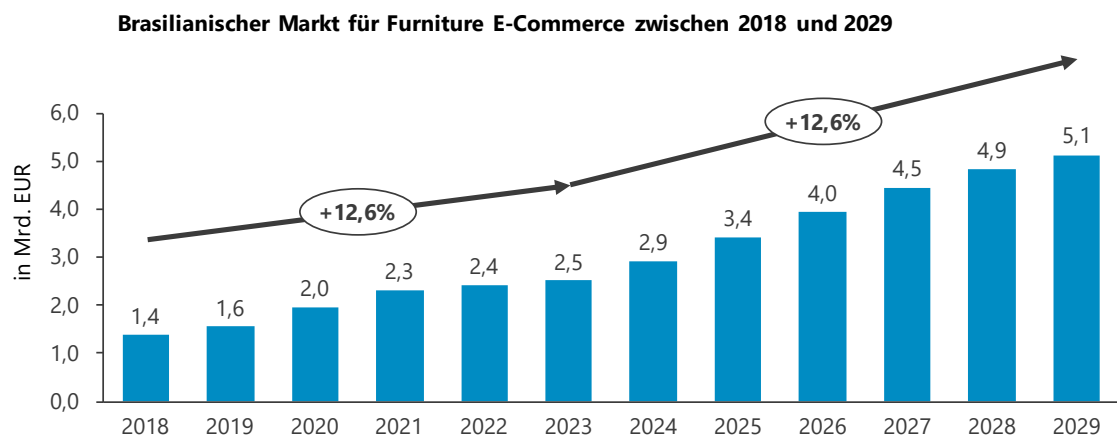
Brasilianischer Markt für Homewares and Home Furnishings E-Commerce zwischen 2018 und 2028



Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings; RSM Ebner Stolz Analysen.

Demnach ist der brasilianische E-Commerce-Markts für Home & Living-Produkte in Euro ausgedrückt ausgehend vom Jahr 2018 bis zum Jahr 2023 um durchschnittlich rund 15,1 % p.a. gewachsen. Im Jahr 2023 wird ein Marktvolumen von rund EUR 3,5 Mrd. erwartet. Für den Prognosezeitraum ist nach den Daten von Euromonitor mit einem in Euro ausgedrückten Wachstum von rund 3,2 % p.a. zu rechnen. Dieses Wachstum liegt deutlich unterhalb des in Brasilianischen Real prognostizierten Marktwachstums, was im Wesentlichen auf eine prognostizierte Abwertung des Brasilianischen Reals zurückzuführen ist.

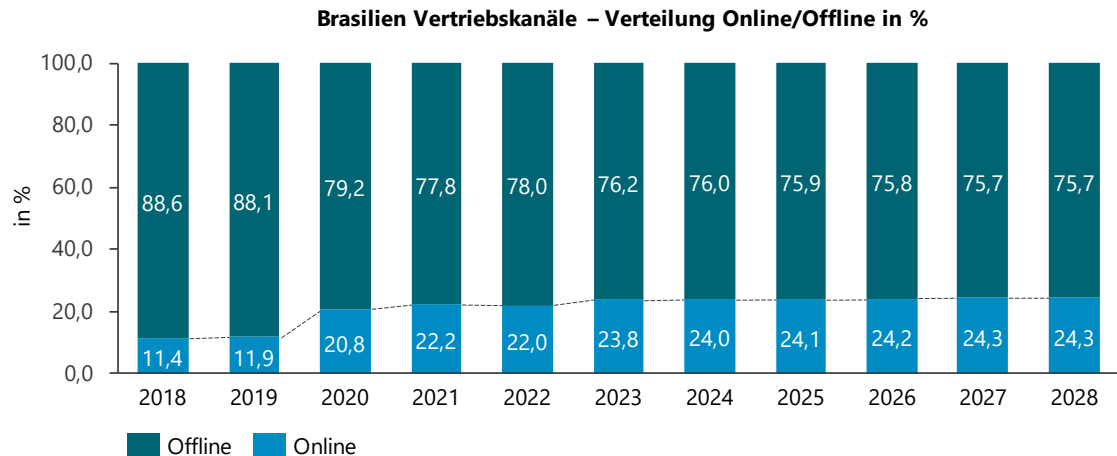
Neben Euromonitor bietet auch Statista eine Prognose für die Entwicklung des Online-Möbelmarktes in Brasilien. Die nachfolgende Grafik zeigt die seitens Statista angegebenen Entwicklung des E-Commerce-Markt in Brasilien für Möbel bis zum Jahr 2029 in Mrd. EUR:



Quelle: Statista, Market Insight, E-Commerce-Markt für Möbel in Brasilien.

Nach dieser Datenquelle ist der brasilianische E-Commerce-Markt für Möbel in Euro ausgedrückt ausgehend vom Jahr 2018 bis zum Jahr 2023 um durchschnittlich rund 12,6 % p.a. gewachsen. Im Jahr 2024 wird ein Marktvolumen von rund EUR 2,9 Mrd. erwartet. Ausgehend vom Jahr 2023 wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 12,6 % bis 2029 prognostiziert, wenngleich auch hier die jährlichen Wachstumsraten rückläufig sind. Die Prognosen von Statista liegen damit aber signifikant über jenen von Euromonitor.

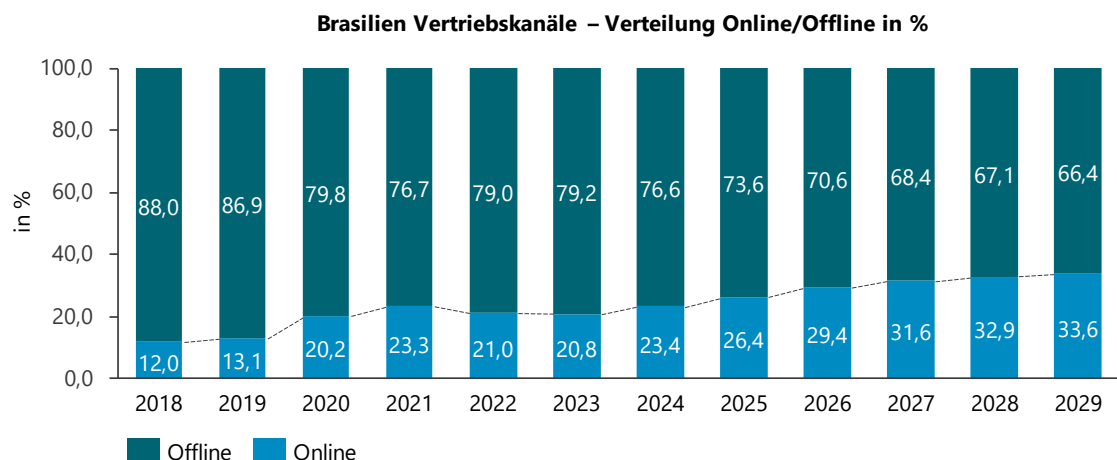
Betrachtet man das Verhältnis der Online- und Offline-Umsätze im brasilianischen Möbelmarkt („Online-Penetrationsrate“), so ist auch hier der deutliche corona-bedingte Anstieg des Online-Anteils im Jahr 2020 zu erkennen, wie die nachfolgende Darstellung zeigt:



Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings.

Gegenüber 2019 hat sich der Anteil des Online-Geschäfts bis 2021 nahezu verdoppelt. Für die Zukunft ist nach den Daten von Euromonitor hingegen nur noch ein sehr leichter Anstieg des Online-Anteils zu erwarten.

Statista bietet dagegen auch hinsichtlich der Online-Penetrationsrate im brasilianischen Möbelmarkt ein anderes Bild. Während die historischen Online-Anteile noch sehr nahe an den Werten von Euromonitor liegen, wird von Statista ab dem Jahr 2024 ein sukzessive deutlich ansteigender Online-Anteil erwartet. Bis zum Jahr 2029 soll die Online-Penetrationsrate im brasilianischen Möbelmarkt demnach auf rund 33,6 % steigen.



Quelle: Statista, Market Insight, E-Commerce-Markt für Möbel in Brasilien.

Anders als in Deutschland weisen die vorliegenden Marktstudien von Euromonitor und Statista für den E-Commerce-Bereich somit deutlich abweichende Wachstumsraten auf. Diese sind maßgeblich darauf zurückzuführen, dass Statista eine deutlich schnellere Ausweitung des Online-Marktanteils prognostiziert als Euromonitor. Hieraus lässt sich schließen, dass die zukünftige Marktentwicklung in Brasilien einer deutlich höheren Unsicherheit unterliegt.

c) Wettbewerbssituation

aa) Beschreibung der Marktstruktur

Das Wettbewerbsumfeld im Möbelmarkt kann grundsätzlich unterteilt werden in stationäre Anbieter, zu denen die klassischen Möbelhäuser gehören, und Online-Händler wie home24.

Der Offline-Möbelmarkt in Deutschland ist stark fragmentiert. Neben vielen familiengeführten Unternehmen existieren hierzulande vor allem fünf wesentliche Möbelhändler, welche grundsätzlich deutschlandweit tätig sind, gleichwohl aber regionale Schwerpunkte aufweisen. Zu diesen zählen neben XXXLutz und IKEA auch Jysk³⁴ sowie die Krieger-Gruppe mit Marken wie Höffner und Segmüller und mit etwas Abstand Porta.

Wesentliche Online-Möbelhändler sind in Deutschland neben home24, Wayfair und Westwing vor allem IKEA, die Otto-Gruppe, Amazon und Lidl.³⁵ Dies verdeutlicht bereits, dass im Online-Segment neben Pure Play-Online-Möbelhändlern generelle E-Commerce-Händler mit deutlich breiterem Segment ebenso tätig sind wie stationäre Unternehmen mit ihrem Online-Auftritt. So verfügt eine Vielzahl von primär im Offline-Bereich tätigen Marktakteuren ebenfalls über einen Webshop, teilweise mit substanziellen Online-Umsätzen. Anders als z.B. home24 verfolgen solche Offline-Player jedoch keinen „Online-First-Ansatz“, sondern versuchen nach Einschätzung des home24-Vorstands i.d.R. über ihren Online-Auftritt die Kunden in ihre Filialen zu bewegen. Die Kombination von Offline- und Online-Vertrieb wird als „Omnichannel-Ansatz“ bezeichnet.

Der brasilianische Markt weist ein grundsätzlich vergleichbares Profil zu Deutschland auf, wobei die Marktfragmentierung hier noch stärker ausfällt. Zu den wichtigsten Online-Möbelhändlern zählen neben der home24-Tochter Mobly insbesondere Madeira-Madeira, Magalu und Westwing Brasilien. Der brasilianische Markt ist allerdings durch ein nur schwer planbares wirtschaftliches Umfeld gekennzeichnet, das auch erhebliche politische Risiken birgt. Aufgrund einer höheren Inflation lässt sich Umsatzwachstum grundsätzlich (in Landeswährung) leichter realisieren als in Deutschland. Aufgrund ebenfalls steigender Kosten ist der brasilianische Markt nach

³⁴ Bis Herbst 2021 unter dem Namen „Dänisches Bettenlager“ tätig.

³⁵ Vgl. Statista, Die Top 10 Online-Möbel-Shops in Deutschland.

Einschätzung des Vorstands der home24 aber noch deutlich weiter von Profitabilität entfernt als der deutsche Markt.

Hinsichtlich ihrer strategischen Ausrichtung lassen sich die für home24 relevanten Online-Player nach den von ihnen verfolgten Geschäftsmodellen weiter differenzieren. Unterschiede können etwa in der preislichen Ausrichtung liegen, in der Breite des angebotenen Produktsortiments, in einer mehr oder weniger ausgeprägten Fokussierung auf Eigenmarken oder im Hinblick auf die Kundenbindung. So weist Westwing nach den uns erteilten Auskünften eher kleinere durchschnittliche Bestellvolumina auf als home24 oder Wayfair und versucht über seinen Shopping-Club eine stärkere Kundenbindung zu erreichen. Anbieter wie Lampenwelt fokussieren sich auf einzelne Nischen, während Amazon oder Otto zwar auch Möbel anbieten, diese aber nur einen (kleinen) Teil ihres gesamten Produktangebots ausmachen.

Insgesamt ist der Möbelmarkt als wenig innovativ zu bezeichnen. Während sich Modetrends regelmäßig ändern, gibt es an den grundlegenden Eigenschaften der vertriebenen Produkte nur relativ wenige Neuerungen zu verzeichnen. Wesentliche Trends sind eher in einer stärkeren vertikalen Integration von Wertschöpfungsbestandteilen (insbesondere die Integration eigener Auslieferungsflotten oder von Entsorgungsleistungen), einer zunehmenden Verbreiterung des Produktsortiments über die Schaffung von Marktplätzen sowie einer steigenden Verzahnung von Online- und Offline-Aktivitäten zu finden.

Bezüglich des langfristigen Verhältnisses zwischen Online-Geschäft und stationärem Handel sind grundsätzlich mehrere Szenarien denkbar. Eines besteht darin, dass der Offline-Handel stark genug ist, um die wesentlichen Online-Player nach und nach aufzukaufen und ihn ihre - primär vom stationären Ansatz geprägte - Strategie zu integrieren. Der umgekehrte Fall setzt voraus, dass sich die Online-Affinität der Kunden langfristig so stark erhöht, dass das stationäre Geschäft weitgehend verdrängt wird. Eine dritte Alternative besteht in Omnichannel-Modellen, in denen wesentliche Marktteilnehmer beide Vertriebskanäle gleichberechtigt anbieten. Welches der drei Szenarien sich durchsetzen wird, ist nach Einschätzung des Vorstands der home24 gegenwärtig noch nicht absehbar.

ab) Analyse der Peer Group-Unternehmen

Für eine weitergehende Analyse der Wettbewerbssituation haben wir auf Basis einer Analyse der operativen Geschäftstätigkeit, der Markt- und Wettbewerbssituation sowie von Gesprächen mit dem Vorstand eine Peer Group börsennotierter Unternehmen aus dem Bereich Online-Markt für Home & Living-Produkte identifiziert, deren historische und prognostizierte Entwicklung wir im Folgenden darstellen.

Beschreibung der Peer Group-Unternehmen

Wayfair Inc., Boston/Massachusetts/USA („Wayfair“)

Die Haupttätigkeit der Wayfair Gruppe ist der Online-Vertrieb und Verkauf von Haushaltswaren, insbesondere Möbeln. Das Unternehmen bietet Möbel für Schlaf- und Wohnzimmer, Küchen, Ess-, Arbeits- und Spielzimmer, Bars, Terrassen, Flur- und Eingangsbereiche sowie Badezimmer an. Es bedient Kunden weltweit, wobei ein Schwerpunkt auf den USA liegt. Deutschland stellt für Wayfair einen vergleichsweise kleinen Markt dar. Wayfair erzielte im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse von rund USD 12.003 Mio., von denen rund 87 % auf das US-Segment entfielen.

BHG Group AB, Malmö/Schweden („BHG“)

BHG ist eines der größten E-Commerce-Unternehmen in den skandinavischen Ländern. Darüber hinaus besteht auch eine bedeutende Präsenz im restlichen Europa sowie in ausgewählten Märkten außerhalb Europas. BHG ist einer der führenden europäischen online „pure-play“ Einzelhändler im Bereich Wohnungseinrichtungsgegenstände und Do-it-Yourself Produkte. BHG erzielte im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse von rund SEK 11.790 Mio. Das Unternehmen operiert in den Segmenten „Home Improvement“, „Value Home“ und „Premium Living“.

Mobly S.A., Sao Paulo/Brasilien („Mobly“)

Mobly ist als Möbel-Einzelhändler in Brasilien tätig. Das Sortiment besteht sowohl aus Eigenmarken als auch aus Produkten von Drittanbietern und umfasst Möbel und Dekor-Produkte. Das Unternehmen operiert hauptsächlich über eine E-Commerce-Plattform, die aus einer mobilen Anwendung und einer Website besteht. Darüber hinaus verfügt Mobly über mehrere Filialen („Megastores“) und Outlets. Mobly erzielte im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse von rund EUR 102,6 Mio., wovon über 60 % auf Online-Geschäft entfielen.

Westwing Group SE, München/Deutschland („Westwing“)

Westwing ist eine E-Commerce-Plattform für Home & Living Produkte. Zum einen wird den Kunden im Format eines „Shoppable Magazine“ eine Produktauswahl angeboten, die zeitlich begrenzt verfügbar und wechselnd ist („Shopping Club“). Die Produkte werden hier neben visuellen Inhalten wie Einrichtungsthemen und Home-Styling-Tipps präsentiert. Zum anderen bietet Westwing seit 2015 auch ein permanentes Sortiment an Home & Living-Produkten an. Im Gesamtangebot (Club und Shop) sind sowohl Herstellermarken-Produkte als auch Eigenmarken vertreten. Westwing ist im europäischen Markt vertreten und erzielte im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse von rund EUR 429 Mio., davon rund 55 % in der DACH-Region.

Westwing Comercio Varejista SA, Sao Paulo/Brasilien („Westwing Brasilien“)

Westwing Brasilien wurde im Dezember 2011 als Tochtergesellschaft der deutschen Westwing-Gruppe gegründet, die sich auf Home & Dekor konzentriert. Die Gesellschaft ist heute ein unabhängiger in Brasilien ansässiger Einzelhändler für Einrichtungsgegenstände. Das Unternehmen vertreibt hauptsächlich Möbel, Dekorationsartikel und Accessoires. Das Sortiment besteht sowohl aus Produkten von Drittanbietern als auch aus Eigenmarken. Die Firma ist über eine E-Commerce-Plattform tätig, mit der sie alle Regionen Brasiliens erreicht. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über Filialen in der Stadt Sao Paulo. Westwing Brazil erzielte im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse von rund BRL 198 Mio.

Vente-Unique.com SA, Paris/Frankreich („Vente-Unique“)

Vente-Unique betreibt einen Online-Vertrieb von Möbeln, Dekoration und Haushaltsgeräten. Zu den Produkten gehören Büroartikel, Dekorationen, Beleuchtung, Gartengeräte, Küchengeräte, Schlafzimmer- und Badezimmerzubehör. Mit rund 10.000 Eigenprodukten und rund 800.000 Drittprodukten, die über einen eigenen Marktplatz angeboten werden, bietet Vente-Unique ein breites Sortiment an Home & Living Produkten. Vente-Unique ist laut eigenen Angaben einer der wichtigsten Online-Pure-Player im europäischen Markt für Möbel- und Dekorationshandel. Vente-Unique erzielte im Geschäftsjahr 2022/23 Umsatzerlöse von rund EUR 162 Mio.

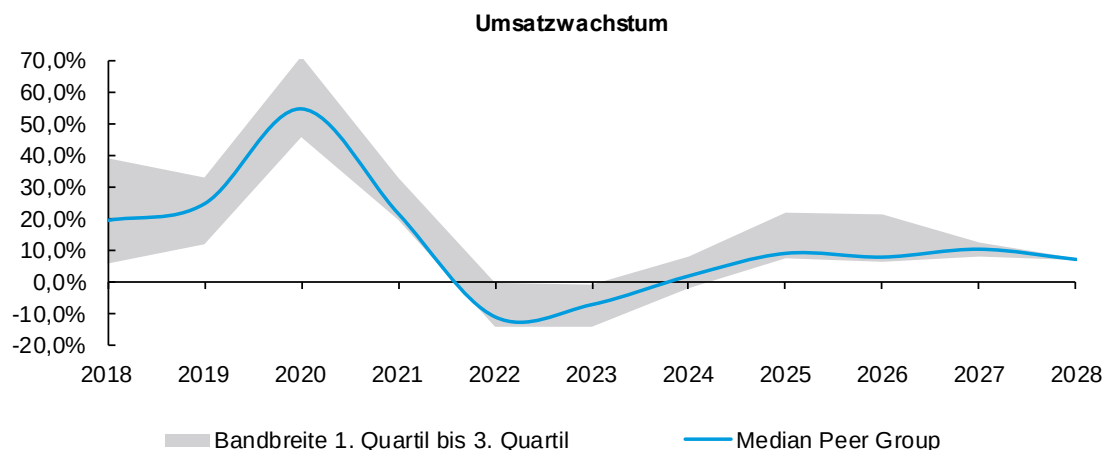
Temple & Webster Group Ltd., Sydney/Australien („Temple & Webster“)

Temple & Webster ist Australiens größter reiner Online-Händler für Möbel und Haushaltswaren. Temple & Webster hat über 200.000 Produkte von Hunderten von Lieferanten im Angebot. Das Unternehmen betreibt ein Drop-Shipping-Modell, bei dem die Produkte von den Lieferanten direkt

an die Kunden versandt werden. Dies ermöglicht kürzere Lieferzeiten und reduziert die Notwendigkeit, Lagerbestände zu halten, was eine größere Produktpalette ermöglicht. Das Drop-Shipping-Sortiment wird durch ein Eigenmarken-Sortiment ergänzt, das Temple & Webster direkt von Lieferanten aus Übersee bezieht. Temple & Webster erzielte im Geschäftsjahr 2022/23 Umsatzerlöse von rund AUD 396 Mio.

Umsatzentwicklung und Margen der Peer Group-Unternehmen

In der folgenden Übersicht sind die Bandbreite sowie den Median³⁶ des Umsatzwachstums der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2018 bis 2023 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten Wachstumsraten für die Jahre 2024 bis 2028 dargestellt:

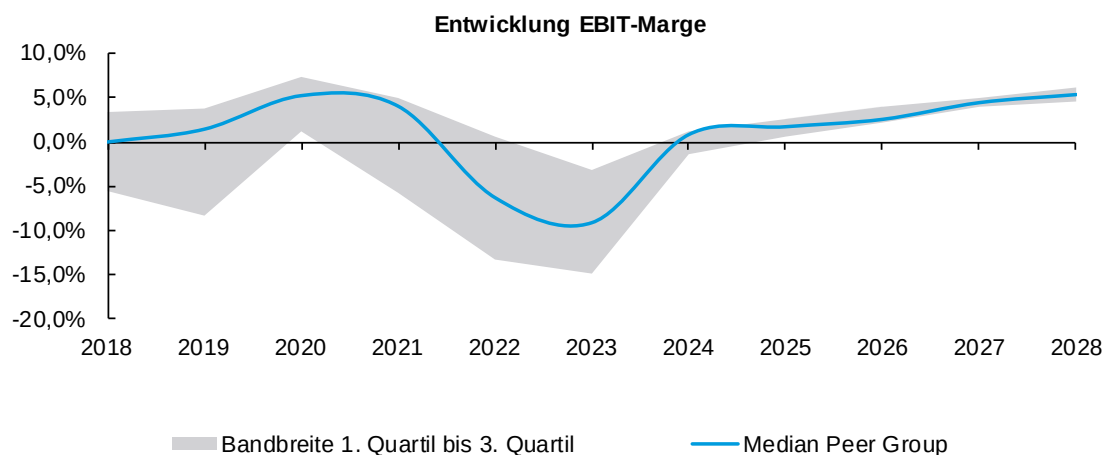


Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Die historische Umsatzentwicklung zeigt bei allen Peer Group-Unternehmen einen starken Anstieg im Jahr 2020 als Effekt der Corona-Pandemie und des damit verbundenen geänderten Konsumverhaltens in Richtung Online-Shopping. In den Jahren 2022 und 2023 zeigt sich dagegen durchschnittlich ein negatives Umsatzwachstum als Folge des verschlechterten Marktumfelds. Für das Jahr 2024 wird von Analysten mit einem leicht steigenden Wachstum der Umsatzerlöse bei einem Median von etwa 2 %. In den beiden Folgejahren beläuft sich der Peer Group-Median auf rund 8-9 % p.a. In den Jahren ab 2027 sind nur noch wenige Analystenschätzer verfügbar, so dass die Aussagekraft eher gering ist.

³⁶ Da die Wachstumsraten der einzelnen Peer Group-Unternehmen sehr stark von einander abweichen und einzelne Gesellschaften mit Ausreißerwerten den Mittelwert deutlich beeinflussen, haben wir auf den Median abgestellt.

In der folgenden Übersicht werden die Bandbreite sowie der Mittelwert der EBIT-Margen (EBIT/Umsatz) der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2018 bis 2023 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2024 bis 2028 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der EBIT-Margen.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Der Peer Group-Median der EBIT-Margen bewegt sich über den historischen Zeitraum von 2018 bis 2023 zwischen rund -9 % und rund +5 %, wobei für 2022 und 2023 durchschnittlich negative EBIT-Margen erzielt wurden. Für den Prognosezeitraum von 2024 bis 2028 liegen die im Median prognostizierten EBIT-Margen zwischen rund 1 % und 5 %.

Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass Kenngrößen von Peer Group-Unternehmen wie Umsatzwachstum oder auch deren EBIT-Margen sich nicht unmittelbar auf das Bewertungsobjekt übertragen lassen.³⁷ Zutreffend verweist das LG München I darauf, dass ungeachtet der grundsätzlichen Vergleichbarkeit jedes Unternehmen eine unterschiedliche Struktur hat, weshalb das Umsatzwachstum oder Margen nicht identisch sein können.

³⁷ Vgl. LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/22e, Beschlusstext S. 41 f.

3. Grundsätze der Unternehmensbewertung

3.1. Allgemeines

Für die Unternehmensbewertung sind Bewertungsgrundsätze anzuwenden, die in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten. Sie haben ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW“), insbesondere im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden. Die Verlautbarungen des IDW zur Unternehmensbewertung werden auch von den Gerichten als Expertenauffassung allgemein anerkannt.³⁸

3.2. Zukunftserfolgswert (Ertragswert)

Der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert nach dem von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, die Discounted-Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen³⁹, wurde auf eine zusätzliche Darstellung des Unternehmenswerts nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet.

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁴⁰ Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen

³⁸ Vgl. repräsentativ Drescher in BeckOGK/AktG, Stand: 1. Juni 2024, § 8 SpruchG Rz. 8, der formuliert: „Faktisch herrschend ist in Deutschland der IDW Standard S 1, der eine anerkannte Expertenauffassung wiedergibt“. Das OLG Düsseldorf vom 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 71 (BeckRS), stellt fest: „Die Verlautbarungen des FAUB [insb. IDW S 1] sind in der Fachwissenschaft wie dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und werden bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet. Sie stellen daher eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswerts dar.“

³⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101.

⁴⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen.

3.3. Objektivierter Unternehmenswert

a) Grundlagen

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es einen „objektiven, allgemeingültigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schieds- oder objektivierter Wert zu ermitteln ist, wird durch den Zweck determiniert, zu dem die Bewertung erfolgt, und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.

In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die angemessene Barabfindung aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten.⁴¹ Der objektivierte Unternehmenswert stellt 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, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.⁴²

⁴¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 74 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 21. Februar 2019, 26 W 5/18, Tz. 42 (BeckRS); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 31; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 27.

⁴² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

b) Synergieeffekte

IDW S 1 unterscheidet zwischen echten und unechten Synergieeffekten.⁴³ **Echte Synergien** ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Dagegen sind sogenannte **unechte Synergieeffekte** dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁴⁴

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen.⁴⁵ Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁴⁶

Der Einbezug **echter Synergien** ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.⁴⁷ Demzufolge sind bei der Bewertung keine Effekte zu berücksichtigen, die sich erst durch die Durchführung der Strukturmaßnahme selbst ergeben.

c) Gewinnverwendungspolitik

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Die Gewinnverwendungspolitik wird von der Rechtsprechung als

⁴³ Vgl. ausführlich Popp, Der Konzern 2023, S. 58, 65 f.; Bertl/Popp, RWZ 2022, S. 88 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.30 ff.

⁴⁴ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

⁴⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34.

⁴⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS).

⁴⁷ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. März 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 61 (BeckRS).

unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft gesehen,⁴⁸ die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.⁴⁹

Im Rahmen der **Gewinnverwendungspolitik** sind die Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase sowie die Wachstumsthesaurierung in der Rentenphase festzulegen. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell in der Detailplanungsphase temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der **Innenfinanzierung** in der Detailplanungsphase (auch sog. Ist-Thesaurierung) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem preis- bzw. inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausskehrung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt.⁵⁰ Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad (zu Marktwerten) realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung**.⁵¹ Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.⁵²

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Im Rahmen der Fortführungsphase (so genannte ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.⁵³

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung

⁴⁸ Vgl. OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 8, 10; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, Tz. 51 (juris); LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15, Beschlusstext S. 77; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12, S. 26 (BeckRS).

⁴⁹ Vgl. OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 12; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, ZIP 2010, S. 279, 731.

⁵⁰ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

⁵¹ Vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁵² Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁵³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition⁵⁴ können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner – als sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen** – abgebildet werden.

d) Berücksichtigung der Steuerbelastung der Anteilseigner

Die Ermittlung des Unternehmenswerts erfolgt aus der Sicht der Unternehmenseigner. Dabei wird im Fall gesetzlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe typisierend eine Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner vorgenommen.⁵⁵ Die **Steuerbelastungen der Anteilseigner** auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne sind entsprechend zu berücksichtigen. Maßgeblich hierfür sind die einkommensteuerlichen Ausschüttungsannahmen sowie die relevanten Steuersätze. In der Praxis werden üblicherweise nachhaltige Ausschüttungsquoten in einer Bandbreite zwischen 40 % und 60 % angesetzt.⁵⁶

Besteuerung der Ausschüttungen

Die den **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern. Für Dividendenzahlungen gilt dies allerdings nur insoweit, als diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können.⁵⁷

Eine Nutzung des steuerlichen Einlagekontos ist nur möglich, sofern eine Ausschüttung den „auschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.⁵⁸ Die temporäre Steuerfreiheit haben wir integriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Insoweit ist eine Berücksichtigung der Effekte aus dem steuerlichen

⁵⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

⁵⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 31.

⁵⁶ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 117; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A., Tz. 280; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.79; OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 143 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 53 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 99 (BeckRS) [50 %]; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 99 (BeckRS) [50 %].

⁵⁷ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 32; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15, Tz. 8 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 21. August 2015, 5 HK O 1913/14, Beschlusstext S. 9; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Tz. 118 (BeckRS).

⁵⁸ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

Einlagekonto als Sonderwert zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen.

Besteuerung der Veräußerungsgewinne

Die (fiktive) Investition der Wertbeiträge aus Thesaurierung auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Aus Sicht der typisierten Anteilseigner wird durch die fiktive unmittelbare Zurechnung ein Wertzuwachs unterstellt, der in steuerlicher Hinsicht einen Veräußerungsgewinn auslöst. Dieser unterliegt unter der Annahme einer längeren Haltedauer unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern.

Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Abfindung nach Eintragung des Squeeze out, sondern um die – vorge-lagerte – Berechnung des Ertragswertes bei unterstellt unendlicher Lebensdauer des Unternehmens als solcher geht. Ferner besteht kein Zusammenhang mit der (Standard-)Annahme einer ewigen Lebensdauer des Unternehmens und der typisierten Haltedauer.⁵⁹

Die Abbildung der künftigen Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt von der unterstellten Haltedauer sowie der thesaurierungsbedingten Kursentwicklung beim Bewertungsobjekt und der Alternativanlage ab.⁶⁰ In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt.⁶¹ Entsprechend werden die zu **Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen** mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

⁵⁹ Vgl. KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 79 (BeckRS).

⁶⁰ Vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

⁶¹ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 69 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/19, Tz. 65 (BeckRS); OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14, Tz. 85 (BeckRS).

Besteuerung inflationsbedingter Veräußerungsgewinne

Der Unternehmenswert steigt finanzmathematisch nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollauskehrung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-) Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag.⁶²

Aus Wesentlichkeitsgründen beschränkt sich die vorstehende Überlegung zwar i. d. R. auf die Phase der ewigen Rente; sie gilt allerdings analog bzw. allgemein auch für Steigerungen des Unternehmenswerts im Zeitablauf während der Übergangsphase sowie bereits des Detailplanungszeitraums.⁶³

Die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen ist in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.⁶⁴ Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.⁶⁵

e) Kapitalisierung der Nettozuflüsse

Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem **Kapitalisierungszins** abgezinsten Überschüsse ermittelt. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln.⁶⁶

⁶² Vgl. mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.

⁶³ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 356 ff., die zeigen, dass ein Abzug der effektiven persönlichen Gesamtsteuerbelastung grundsätzlich in jeder Periode des Bewertungskalküls vorzunehmen ist; Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1585.

⁶⁴ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1582 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 82 ff. (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS); LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19, Beschlusstext S. 68 f.; LG Berlin, 5. Februar 2021, 102 O 25/12, Beschlusstext S. 55.

⁶⁵ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Fn. 5 zu Rz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141.

⁶⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93.

Die erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und die fiktiv unmittelbar zugerechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits sind auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen wird davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen zum Geschäftsjahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge werden folglich vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den technischen Bewertungsstichtag abgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen der ewigen Rente erfolgt ebenfalls auf den technischen Bewertungsstichtag, so dass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, vorliegend den Beginn des ersten Planjahres 2024 darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt dann die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag.⁶⁷

f) Sonderwerte / nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als **Sonderwert** (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva wie Beteiligungen, steuerliche Effekte, Pensionsverpflichtungen und Verwässerungseffekte aus Wandelanleihen bzw. Aktienoptionsprogrammen in Frage.

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt.

Inwieweit **Steuern auf der Eigentümerenebene** zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab.⁶⁸ Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.⁶⁹

⁶⁷ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 631.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61.

⁶⁹ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hütemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.181; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.; Thüringer OLG, 5. Januar 2022, 2 W 135/19, Tz. 80 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 121 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 126; LG Dortmund, 23. März 2023, 18 O 74/16, Beschlusstext S. 35.

3.4. Liquidations- und Substanzwert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.⁷⁰

Nach der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind⁷¹ oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint.⁷² Besteht ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.⁷³

Da im vorliegenden Fall die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen, Transaktionskosten) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde auf eine detaillierte Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme verzichtet. Hilfsweise sei darauf verwiesen, dass sich das buchmäßige Eigenkapital der home24 SE gemäß dem Konzernabschluss zum 31. Dezember 2023 (ohne nicht beherrschende Anteile) auf rund EUR 121,2 Mio. beläuft. Selbst ohne Berücksichtigung von Zerschlagungskosten entspricht dies nur rund 48 % des ertragswertbasierten Unternehmenswerts von rund EUR 251,7 Mio. (vgl. Abschnitt 5.4.c)).

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert.⁷⁴ Bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5.

⁷¹ Vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 22 (BeckRS); OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, S. 6 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris).

⁷² Vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 7.

⁷³ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.198; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG Berlin, 3. Dezember 2021, 102 O 46/14, Beschlusstext S. 82; LG München I, 27. August 2021, 5 HK O 5884/20, Beschlusstext S. 72.

3.5. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen so genannte Multiplikatormethoden. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Analog zu den Discounted-Cashflow-Verfahren kann bei der Multiplikatorbewertung nach Enterprise Ansätzen und Equity Ansätzen differenziert werden. Bei den Equity Ansätzen wird direkt der Wert für die Eigenkapitalgeber ermittelt. Dagegen wird bei den Enterprise Ansätzen zunächst der gesamte Wert des Unternehmens für die Eigen- und Fremdkapitalgeber ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals. Im Falle von EBIT- bzw. EBITDA-Multiplikatoren (also vor Abzug des Finanz- bzw. Zinsergebnisses) handelt es sich um einen Enterprise Ansatz, so dass auf den Gesamtunternehmenswert als Bezugsgröße abzustellen ist.

Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.⁷⁵ Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.⁷⁶

Ergänzend zu der von uns vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode haben wir eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt (vgl. Abschnitt 5.5).

3.6. Vorerwerbe durch die XXXLutz-Gruppe

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien

⁷⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris).

⁷⁶ Vgl. OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 71 (BeckRS).

eine Beziehung haben.⁷⁷ Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelänge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung⁷⁸ und wurde vom BGH jüngst nochmals bestätigt.⁷⁹

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009⁸⁰ getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt hat. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH⁸¹, dem OLG München⁸², dem OLG Düsseldorf⁸³, dem OLG Stuttgart⁸⁴, dem OLG Frankfurt⁸⁵, dem Thüringer OLG⁸⁶ sowie dem OLG Hamburg⁸⁷ nochmals festgehalten.⁸⁸

Das OLG Frankfurt hat jüngst klargestellt, dass Vorerwerbspreisen in der Regel für die Abfindungsbemessung keine Bedeutung zukomme.⁸⁹ Allerdings stünde dieser Regelfall einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreisen im Rahmen der Schätzung gem. § 287 ZPO im Einzelfall nicht entgegen. Dies gelte insbesondere dann, wenn ein „erhöhter“ Preis (gemeint ist ein enthaltener Paketzuschlag) nicht festgestellt werden könne.⁹⁰ Der Referenzpunkt ist gesondert festzustellen.⁹¹

⁷⁷ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

⁷⁸ Vgl. für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

⁷⁹ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Beschlusstext Tz. 51.

⁸⁰ Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

⁸¹ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

⁸² Vgl. OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS).

⁸³ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS).

⁸⁴ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34.

⁸⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 33 (BeckRS).

⁸⁶ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18.

⁸⁷ Vgl. OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7.

⁸⁸ gl. A.: LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 93; LG Berlin, 15. November 2022, 102 O 100/12, Beschlusstext S. 105; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 88; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Beschlusstext S. 85, m.w.N.

⁸⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 31.

⁹⁰ Vgl. OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 32 (BeckRS).

⁹¹ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 356.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

3.7. Bewertungsstichtag

§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt fest, dass die angemessene Abfindung „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung“ berücksichtigen muss. Dazu korrespondiert das Stichtagsprinzip als allgemein anerkannter Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung: Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22, 23 sind Unternehmenswerte zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Dabei ist der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

Dementsprechend wurde als Bewertungsstichtag der 13. Dezember 2024 als Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der home24 SE zu Grunde gelegt.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2024 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 13. Dezember 2024 geometrisch aufgezinst.

4. Börsenkurs

4.1. Funktionen des Börsenkurses

Der BGH hat in zwei jüngeren Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, II ZB 12/21) sowie vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“, II ZB 5/22) bestätigt, dass die Bezugnahme auf den Börsenkurs den gesetzlichen Bewertungszielen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs grundsätzlich entspricht. Die Angemessenheit ist dabei mit Blick auf den von der Rechtsprechung für Abfindungsfälle geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ zu beurteilen. Hierzu ist unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und der entsprechenden Praxis zu untersuchen, ob der Börsenkurs den **„wahren“ Wert** abbildet.⁹² Im konkreten Fall ist zu untersuchen, ob davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens (tatsächlich) zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs (tatsächlich) niedergeschlagen hat.⁹³

Diese Beurteilung ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze – auch sog. **„Desinvestitionswert“** – für eine Abfindung Relevanz hat. Diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses geht auf die DAT/ALTANA Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999⁹⁴ zurück, in der die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben wurde, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH⁹⁵ auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet. Für diese Untergrenzenfunktion⁹⁶ des Börsenkurses kommt es nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt nicht von Relevanz.

Die Aktie der home24 SE wurde bis zu ihrem Delisting im regulierten Markt an verschiedenen Börsenplätzen gehandelt. Mit Ablauf des 14. September 2023 wurde der Handel von home24-Aktien auf XETRA und im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (zuletzt General Standard) sowie den anderen Börsenplätzen eingestellt. Die Aktien der Gesellschaft werden

⁹² Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

⁹³ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

⁹⁴ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

⁹⁵ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

⁹⁶ In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, 810 ff.; Herfs, AG 2024, S. 653 ff.

weiterhin im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt.

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der home24 SE für die Bemessung der angemessenen Barabfindung untersucht.

4.2. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)⁹⁷ ist der einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen. In seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH zudem ausdrücklich festgestellt, dass nicht nur der Börsenkurs als Desinvestitionswert, sondern auch der Börsenwert eines Unternehmens als Maßstab für den „wahren“ Wert anhand dieses Durchschnittskurses zu ermitteln ist.⁹⁸ Der Zeitpunkt unmittelbar vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme wird in der Folge als „**Börsenkurstichtag**“ bezeichnet.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß den §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.⁹⁹

Um potenzielle Manipulationen des Börsenkurses durch eine Vorverlegung des Endzeitpunkts der Dreimonatsfrist möglichst auszuschalten, wird in der Regel verlangt, dass in der Verlautbarung die uneingeschränkte Absicht des Unternehmens zur Durchführung der **konkreten Strukturmaßnahme** zum Ausdruck kommt. Zudem müsse objektiv die Aussicht bestehen, dass die konkrete Strukturmaßnahme in absehbarer Zeit tatsächlich durchgeführt wird.¹⁰⁰

Am 22. Oktober 2024 hat die home24 SE eine Pressemitteilung über die Absicht der RAS Beteiligungs GmbH bekanntgegeben, einen Squeeze Out bei der home24 SE durchzuführen¹⁰¹. Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir daher auf den **21. Oktober 2024** (inklusive) abgestellt. Dabei handelt es sich um den letzten Tag vor der Bekanntgabe der Absicht der RAS Beteiligungs GmbH einen Squeeze Out bei der home24 SE durchzuführen.

⁹⁷ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff.

⁹⁸ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 32 (BeckRS).

⁹⁹ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

¹⁰⁰ Vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl., 2023, § 305 AktG, Rz. 104.

¹⁰¹ Vgl. Pressemitteilung der home24 SE vom 22. Oktober 2024.

4.3. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert

a) Zielbild und Analysekriterien

Nach ständiger Rechtsprechung soll das Kriterium „angemessen“ im Falle aktien- und umwandlungsrechtlicher Anlässe sicherstellen, dass ausscheidende Minderheits- bzw. außenstehende Aktionäre den **vollen wirtschaftlichen Wert** ihrer Beteiligung an der Gesellschaft ersetzt bekommen. Da solche Abfindungsfälle in die grundgesetzlich geschützten Eigentumsrechte von Aktionären eingreifen, betont die Rechtsprechung einen „vollen“ Ersatz des „wahren“ Werts.

In den Wirtschaftswissenschaften ist anerkannt, dass unter bestimmten Bedingungen – und zwar insbesondere, wenn ein Markt aus einer sehr großen Anzahl von „kleinen“ Käufern und Verkäufern (sog. atomistische Marktstruktur¹⁰²) besteht und signifikante Informationsasymmetrien zwischen den Käufern und Verkäufern nicht vorliegen – der Marktmechanismus dazu fähig ist, knappe Wirtschaftsgüter durch Handelsprozesse ihrer optimalen Verwendung zuzuführen. Unter Vorliegen dieser Voraussetzungen kann der Markt einen „richtigen“ Gleichgewichtspreis oder „wahren“ Wert bestimmen.¹⁰³

Auf realen Kapitalmärkten kann nicht grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass die notwendigen Preisbildungsbedingungen stets vollständig vorliegen. Liegen im Vorfeld von einseitig durchführbaren aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen bzw. ökonomisch dominierten Situationen Informationsasymmetrien vor, bestehen aus der Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie unter anderem ökonomische Anreize im Hinblick auf das „Timing“ (der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme) sowie im Hinblick auf „gefärbte“ Kommunikation.¹⁰⁴ Entsprechend sind im Rahmen ökonomisch dominierter Situationen umfassende ökonomisch sinnvolle Analysen/Prüfungshandlungen erforderlich, um festzustellen, ob ein „funktionierender“ Kapitalmarkt vorliegt bzw. ob im konkreten Fall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die betreffenden Anteile (tatsächlich) eine effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung abbildet.

In der Folge der Beschlüsse des BGH in den Fällen TLG/WCM sowie Kabel Deutschland kommt nach unserer derzeitigen Auffassung eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses für den „wahren“ Wert in der Rechtsprechung in Frage, wenn die folgenden **Kriterien** von dem

¹⁰² Bei einer atomistischen Marktstruktur ist es für keinen Marktteilnehmer möglich, den Marktpreis durch das eigene Handeln zu beeinflussen, da sie im Vergleich zu der Größe des Marktes unbedeutend klein sind.

¹⁰³ Vgl. FAUB, AG 2021, S. 588, 589.

¹⁰⁴ Vgl. für eine ausführliche Darstellung der Anreizeffekte m.w.N. Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze-out, 2014, S. 64 ff.

entscheidenden Gericht vollumfänglich und eindeutig positiv im Hinblick auf eine effektive Informationsbewertung beurteilt werden:¹⁰⁵

- *Stichtagsprinzip*: Es liegt kein wesentlicher Zeitraum zwischen der Strukturmaßnahme und dem Bewertungsstichtag. Die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag nicht wesentlich verändert.
- *Informationsasymmetrie*: Das Bewertungsobjekt unterliegt umfassenden Berichterstattungspflichten (zumindest regulierter Markt) und hat diese eingehalten oder kommuniziert tatsächlich freiwillig in einem dem General Standard vergleichbaren Ausmaß. Es liegt eine laufende Coverage und Analyse durch Analysten als Informationsgrundlage für die Investoren bzw. Marktteilnehmer vor.
- *Anteilseignerstruktur*: Der Strukturmaßnahme ist in einem engen zeitlichen Zusammenhang ein erfolgreiches Übernahmeangebot für das zuvor nicht durch einen Aktionär (oder eine Aktionärsgruppe mit gleichgerichteten Interessen) kontrollierte oder unter maßgeblichem Einfluss stehende Bewertungsobjekt vorangegangen.
- *Liquidität*: Bis zur Bekanntmachung der Strukturmaßnahme liegt ein regelmäßiger und hoch liquider Aktienhandel vor.

Liegen auf Basis der zu diesen Kriterien durchgeführten Prüfungshandlungen Restzweifel zur effektiven Informationsbewertung durch den Markt vor, sind jedenfalls zu Kontrollzwecken bzw. zur umfassenden Plausibilisierung¹⁰⁶ unter Berücksichtigung der Grundsätze des IDW S 1 ermittelte objektivierte Ertragswerte zu berücksichtigen. Wenn auf Basis der umfassenden Analysen erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses bestehen, ist der „wahre“ Wert vorrangig über das Ertragswertverfahren zu ermitteln.¹⁰⁷

b) Beurteilung der Aussagefähigkeit

In der Folge werden unter Berücksichtigung des oben dargestellten Zielbildes ökonomisch sinnvolle Analysen zum Börsenkurs dargestellt. Da sich die Diskussion zu den im Rahmen der Analyse der Aussagefähigkeit des Börsenkurses durchzuführenden Analysen aktuell im Fluss befindet, sind diese nicht als einzig mögliche oder abschließende Prüfungshandlungen zu verstehen. Zudem sind die durchgeführten Analysen bzw. deren Aussagen nicht überschneidungsfrei und insofern nicht im Sinne einer hierarchischen Anordnung zu verstehen.

¹⁰⁵ Vgl. Ruthardt, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2024, Rz. 42, im Erscheinen.

¹⁰⁶ Die Notwendigkeit einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Ertragswertmethode (sowie zusätzlichen Plausibilisierungshandlungen über kapitalmarktgestützte Multiplikatoren) wird auch von Decher, AG 2023, S. 106 ff., betont.

¹⁰⁷ Vgl. zu einem Beispiel mangelnder Aussagekraft des Börsenkurses aufgrund eingeschränkter Liquidität den Beschluss des OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 50 ff. (BeckRS).

Anteilseignerstruktur

Bei Vorliegen beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht ein Risiko ökonomisch „verzerrter“ Preise. Die XXXLutz-Gruppe hielt nach Vollzug der Übernahme im April 2023 rund 92,67 % der home24-Aktien. Damit ist die Anteilseignerstruktur der home24 SE von einem beherrschenden Einfluss gekennzeichnet.

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Eine hohe Liquidität erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung und wird von der Rechtsprechung als gewichtiger Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen. Beispielsweise ist ein geringer Bid-Ask-Spread ein Maßstab für den Umfang an Transaktionskosten. Geringe Transaktionskosten erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass neue Informationen schnell eingepreist werden und Arbitrageprozesse nicht behindert werden.

Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung bspw. die Geld-Brief-Spanne, der Handelsumsatz (mit dem bezahlten Kurs bewertete gehandelte Aktien), das tägliche Handelsvolumen (Anzahl der gehandelten Aktien oder synonym zu Handelsumsatz verwendet) und der Free Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) genannt,¹⁰⁸ wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept und anerkannte Schwellenwerte für „liquide Aktien“ herausgebildet haben.¹⁰⁹ Praktisch bietet sich eine relative Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen bspw. des DAX, CDAX oder den herangezogenen Peer Group Unternehmen vorgenommen an.¹¹⁰

Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen jeweils unter Verweis auf Analysen der gerichtlich bestellten Sachverständigen darauf verwiesen, dass ab einem Handelsumsatz von (weniger als) rund TEUR 115 pro Tag „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.¹¹¹

¹⁰⁸ Vgl. dazu Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.119 ff.

¹⁰⁹ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

¹¹⁰ Vgl. Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

¹¹¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS).

Im Hinblick auf die **Geld-Brief-Spanne** wurde in Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte eine eingeschränkte Liquidität ab einer Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % gesehen.¹¹² Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Bid-Ask-Spreads zu hoch seien.¹¹³ Das **LG Berlin** hat darauf hingewiesen, dass dagegen bei einem täglichen Handelsumsätze von über EUR 3 Mio. sowie Bid-Ask-Spreads im Bereich von 0,23 % bis 0,27 % von einer hohen Liquidität auszugehen sei.¹¹⁴

Den durchschnittlichen Handelsumsatz der Aktie der home24 SE haben wir zu verschiedenen Stichtagen analysiert:

- den Fünfjahreszeitraum vor Ankündigung des Business Combination Agreements (bis einschließlich 4. Oktober 2022),
- den Fünfjahreszeitraum vor Delisting (bis einschließlich 14. September 2023),
- den Zeitraum nach dem Delisting (ab 15. September 2023).

Die Ergebnisse der beiden erstgenannten Beobachtungszeiträume sind in der folgenden Tabelle dargestellt, jeweils über Ein-Jahresscheiben, die ein Jahr, zwei Jahre, usw. bis fünf Jahre vor dem genannten Stichtag beginnen:¹¹⁵

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in TEUR nach Jahresscheiben					
Stichtag (t ₀)	t ₋₁ bis t ₀	t ₋₂ bis t ₋₁	t ₋₃ bis t ₋₂	t ₋₄ bis t ₋₃	t ₋₅ bis t ₋₄
04.10.2022	1.220	3.702	368	84	681
14.09.2023	548	1.320	3.629	327	86

In den Beobachtungszeiträumen vor Ankündigung des Business Combination Agreements und vor Delisting der Aktie lagen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel ganz überwiegend (z.T. sogar deutlich) über TEUR 300, nur in zwei Jahresscheiben ergibt sich ein deutlich geringeres durchschnittliches tägliches Handelsvolumen von knapp über TEUR 80.

Dagegen ist der tägliche Handel mit Aktien der home24 SE seit dem Delisting im September 2024 deutlich zurückgegangen. So betragen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel seither nur noch rund TEUR 10. Im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des Verlangens

¹¹² Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS); LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20, Beschlusstext S. 136; LG München I, 9. Juni 2018, 5 HK 4268/17, Beschlusstext S. 65; LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16, Beschlusstext S. 103.

¹¹³ Vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 120.

¹¹⁴ Vgl. LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 72.

¹¹⁵ Die erste Spalte (t₋₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t₋₂ bis t₋₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw.

auf Durchführung eines Squeeze Outs belief sich das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen sogar auf nur rund TEUR 4.

In der Rechtsprechung wird - wie vorstehend dargestellt - zum Teil bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von unter TEUR 115 nicht mehr von einer hohen Liquidität ausgegangen. Auf dieser Basis ist zumindest für den Zeitraum nach dem Delisting nicht mehr von einem liquiden Börsenkurs auszugehen.

Wir haben für die Aktie der home24 SE ergänzend die durchschnittliche **Geld-Brief-Spanne** über verschiedene Zeiträume ausgehend zu den oben genannten Stichtagen analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt¹¹⁶:

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t_0)	t_{-1} bis t_0	t_{-2} bis t_{-1}	t_{-3} bis t_{-2}	t_{-4} bis t_{-3}	t_{-5} bis t_{-4}
04.10.2022	1,05%	0,36%	1,89%	2,17%	1,49%
14.09.2023	0,99%	0,98%	0,37%	2,02%	2,09%

In der Rechtsprechung wird - wie vorstehend dargestellt - ganz überwiegend bei Geld-Brief-Spannen von über 1,25 % nicht mehr von einer hohen Liquidität ausgegangen.

In den Beobachtungszeiträumen vor Ankündigung des Business Combination Agreements und vor Delisting der Aktie lagen die Geld-Brief-Spannen zumindest in einem Zeitraum von zwei bzw. drei Jahren vor dem Auswertungsstichtag unter den in der Rechtsprechung häufig genannten maximal 1,25 %-Punkten.

Dagegen sind die Geld-Brief-Spannen seit dem Delisting deutlich angestiegen. Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne für die Aktie der home24 SE liegt seither bei 5,33 %. Im Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, liegt die Geld-Brief-Spanne bei 6,80 %. Die Geld-Brief-Spannen liegen damit seit dem Delisting in einer Größenordnung, in der von der Rechtsprechung regelmäßig von einer mangelnden Liquidität bzw. Aussagekraft ausgegangen wird.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-Unternehmen für den Zeitraum von 1. Januar 2019 bis 31. Dezember 2023 erhoben. Dazu werden in der folgenden Übersicht der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das erste und dritte Quartil dargestellt:

¹¹⁶ Die erste Spalte (t_{-1} bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t_{-2} bis t_{-1}) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw.

Geld-Brief-Spannen nach Kalenderjahren (Schlusskurs-Methode)					
	2023	2022	2021	2020	2019
Gewichtung nach Marktkap.	0,18%	0,19%	0,16%	0,21%	0,16%
Median	0,93%	0,94%	0,69%	0,89%	0,93%
25% Quartil	0,21%	0,19%	0,14%	0,21%	0,17%
75% Quartil	3,08%	2,68%	2,12%	2,66%	2,41%

Bei einer marktwertgewichteten Mittelwertbildung über alle CDAX-Unternehmen liegt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne zwischen 0,16 % und 0,21 % und somit sehr deutlich unter den für die home24 SE beobachtbaren Werten.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass vor dem Hintergrund der sehr eingeschränkten Liquidität der Aktie der home24 SE spätestens seit dem Delisting im September 2023 von einer mangelnden Aussagekraft des Börsenkurses auszugehen ist.

Umfang der Berichterstattung und Analystencoverage (Informationsasymmetrie)

Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung- und -bewertung durch den Markt. In diesem Zusammenhang ist auch die Beobachtung der Aktie durch Analysten von Relevanz. Analysten sammeln Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren Einschätzungen dazu. Das Vorliegen von mehreren Analystenmeinungen sowie relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter erhöht nach unserer Auffassung die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung.

Die Aktien der home24 SE werden seit dem Delisting zum Ende des 14. September 2023 lediglich im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Zudem erfolgt dieser Handel nicht auf Veranlassung der Gesellschaft. Insofern liegen bereits seit längerer Zeit keine Ad-hoc Publizitätspflichten und nur noch eingeschränkte Publizitätspflichten vor. Entsprechend liegen auch keine aktuellen Einschätzungen von Analysten vor. Die Aussagefähigkeit des Freiverkehrskurses ist insofern bereits aufgrund des längeren Zeitraums zwischen dem Delisting und dem Bewertungsstichtag sowie dem zu vermutenden Informationsgefälle zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern kritisch zu sehen.¹¹⁷

¹¹⁷ Vgl. Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

Stichtagsprinzip

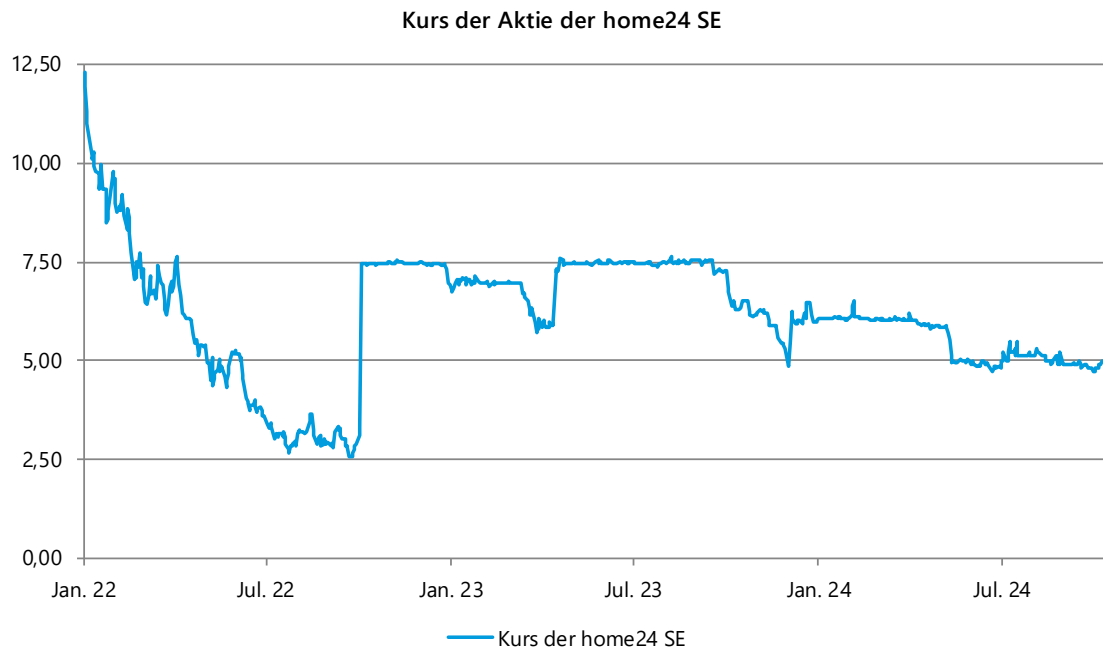
Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist zu prüfen, ob der relevante Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.

Insofern ist zu analysieren, ob sich die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag wesentlich verändert haben.

Veränderungen haben sich einerseits aus der Einbindung in den Einkaufsverbund der XXXLutz-Gruppe sowie der Finanzierung über eine Kreditlinie der XXXLutz-Gruppe ergeben. Andererseits leidet die home24-Gruppe unter einem weiter schwachen Marktumfeld, durch das die operative Entwicklung der Gesellschaft hinter ihren Zielen zurückbleibt. Während home24 früher über derartige operative Sachverhalte auf Ihrer Homepage Pressemitteilungen veröffentlicht hat, erfolgt seit dem 25. Januar 2024 - abgesehen von der Information zum Squeeze Out im Oktober 2024 - keine Kapitalmarktinformation mehr.

Darüber hinaus kann analysiert werden, ob sich die Kursentwicklung (beispielsweise aufgrund einer vorliegenden Beherrschungssituation oder geringer Liquidität) in der Vergangenheit ohnehin bereits von der wirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt hat und insofern die „richtige“ Informationsbewertung neuer Informationen durch den Markt kritisch zu sehen ist.

Am 5. Oktober 2022 kam es zum Abschluss eines Business Combination Agreements mit XXXLutz und einer Erhöhung des Grundkapitals um 10 %, womit sich die Bieterin RAS Beteiligungs GmbH gemeinsam mit ihrem Mutterunternehmen XXXLutz KG insgesamt zunächst rund 60 % der Anteile am (zukünftigen) Grundkapital der Gesellschaft gesichert hatte. Der Vereinbarung lag die Absicht der Bieterin zu Grunde, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 7,50 je home24 SE-Aktie zu unterbreiten. Dies führte zu Kursreaktionen, deren Ursachen nicht in der operativen Geschäftsentwicklung der home24 SE liegen. Insbesondere ist festzustellen, dass sich der Börsenkurs der home24 SE-Aktie unmittelbar nach Bekanntwerden des Business Combination Agreements vom allgemeinen Marktgeschehen abgekoppelt hat. Am 5. Oktober 2022 ergab sich ein Kurssprung der Aktie der home24 SE – betrachtet über alle deutschen Börsenplätze – von rund EUR 3,31 am 4. Oktober 2022 auf rund EUR 7,50 am 5. Oktober 2022 (jeweils Schlusskurse gemäß Bloomberg). In der Folgezeit, jedenfalls zumindest bis zum Zeitpunkt des Delistings, weist der Kursverlauf - abgesehen von einem zwischenzeitlichen kleineren Kursrückgang - einen nahezu flachen Verlauf auf dem Niveau des Angebotspreises auf. Von Ende 2023 bis Mai 2024 verharrte der Kurs weitgehend konstant bei etwa EUR 6,00, bis im Mai 2024 ein weiterer sprunghafter Kursrückgang auf etwa EUR 5,00 zu beobachten ist:



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

Der vorstehend gezeigte Kursverlauf bestätigt die seit dem 5. Oktober 2022 bestehende Abkoppelung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft.

Beurteilung der Aussagefähigkeit im Hinblick auf den „wahren“ Wert

Aufgrund der dargestellten Analysen bestehen vorliegend erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert bzw. der „richtigen“ Informationsbewertung der Ertragskraft der home24 durch den Markt, jedenfalls zumindest seit dem Zeitpunkt des Delisting.

4.4. Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung

Ein Unterschreiten des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung kommt nach der Rechtsprechung lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel der Aktie stattgefunden hat,
- einzelne Aktionäre aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern, oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.¹¹⁸

Als grundsätzlich nicht entscheidend wird gesehen, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen“. ¹¹⁹ Auch soll es nicht darauf ankommen, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern“. ¹²⁰

Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit werden in der Rechtsprechung **auch bei rein im Freiverkehr gehandelten** Aktien die **Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung** als Indiz herangezogen. ¹²¹

Unter Bezugnahme auf die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung scheidet eine Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung aus, wenn (1) an weniger als einem Drittel der Börsentage im Berechnungszeitraum Kurse festgestellt wurden und (2) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abweichen. Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5 % an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen. ¹²²

Bei einer analogen Anwendung der kumulativ zu erfüllenden Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung auf den vorliegenden Freiverkehrshandel stellt vorliegend der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar.

Die Aktie der home24 SE wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Squeeze Out-Absichten an 57 von 66 Tagen und somit an deutlich mehr als einem Drittel der Handelstage im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Insoweit kommt es auf die Untersuchung von

¹¹⁸ Vgl. BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00, NJW 2001, S. 2080, 2082.

¹¹⁹ OLG Stuttgart, 14. Februar 2008, 20 W 9/08, Tz. 50 (juris).

¹²⁰ OLG Frankfurt, 30. März 2010, 5 W 32/09, Tz. 35 (juris).

¹²¹ Vgl. OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20, Tz. 30 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, AG 2014, S. 822; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 91; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13, Tz. 294 (BeckRS).

¹²² Vgl. BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

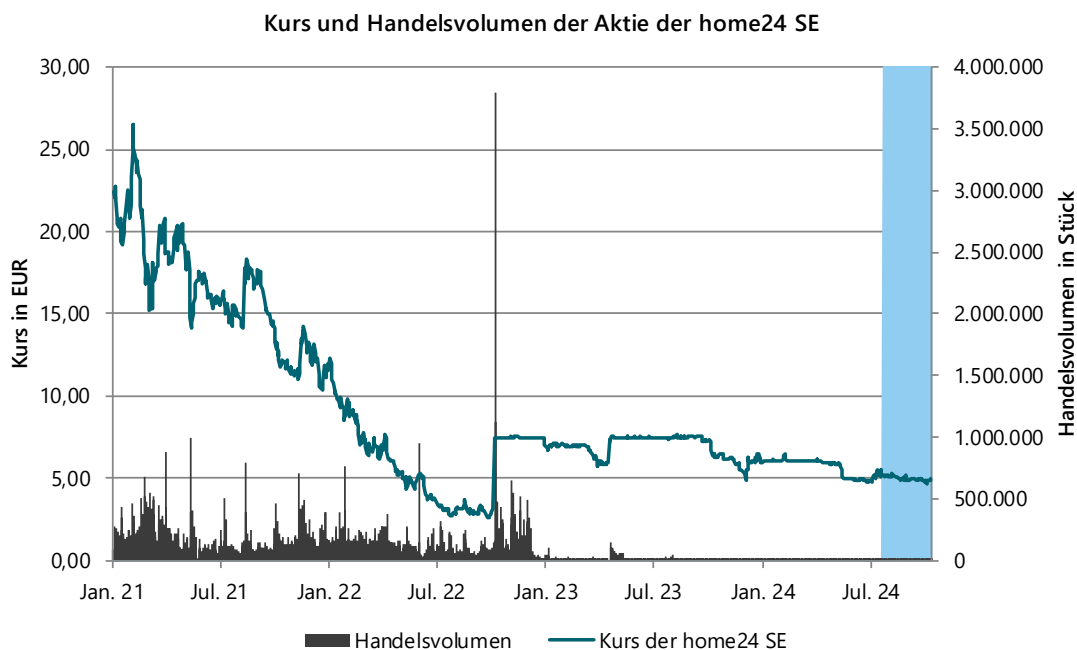
Kurssprüngen vorliegend nicht an. Der Börsenkurs der home24 SE-Aktie kommt damit grundsätzlich als Untergrenze für die Barabfindung in Betracht.

Auf Basis der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg haben wir den umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs bezogen auf den Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen (21. Oktober 2024) berechnet. Der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs zum 21. Oktober 2024 beträgt

EUR 4,95.

Der sich aus der Dreimonatsdurchschnittsbetrachtung damit ergebende Wert liegt unter dem ertragswertbasierten Unternehmenswert der home24 SE von EUR 7,46 je Aktie (vgl. dazu ausführlich Abschnitt 5.4.).

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils über alle deutschen Börsenplätze) bis zum Ende der Bewertungsarbeiten. Blau hervorgehoben ist zudem der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Nach der Rechtsprechung des BGH wäre eine „**Hochrechnung**“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische“ Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt.¹²³

Der BGH war in der Stollwerck-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten - d.h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH - noch nicht als „längere“ Zeiträume gesehen.¹²⁴ In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal“ oder „üblich“ angesehen, da sechs Monate regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden.¹²⁵

Zwischen der am 22. Oktober 2024 erfolgten Veröffentlichung der Absicht einen Squeeze Out durchzuführen und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 13. Dezember 2024 werden weniger als zwei Monate liegen. Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher nach der Rechtsprechung nicht erforderlich.

¹²³ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

¹²⁴ Vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

¹²⁵ Vgl. bspw. OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 174 (juris).

5. Erläuterung zum Ergebnis der Bewertung

Die Schätzung der künftigen Erträge ist grundsätzlich mit gewissen Unsicherheiten hinsichtlich der Zukunftserwartungen behaftet. Hierbei sind Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit geben hierfür eine erste Orientierung.

5.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

a) Allgemeines

Nachfolgend werden auf Basis der geprüften Konzernbilanzen sowie der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen der home24 SE der Jahre 2021 bis 2023 nach IFRS die Erfolgsursachen der Vergangenheit analysiert.

Die im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts der home24 SE vorgenommene Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigungen dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf den Ergebnissen der zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen.

b) Vermögenslage

Nachfolgend wird die Vermögenslage der home24 SE zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 entsprechend den geprüften Konzernjahresabschlüssen nach IFRS dargestellt.

Die Aktiva stellen sich wie folgt dar:

	Dez 21 Ist	Dez 22 Ist	Dez 23 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Sachanlagen	24.793	32.072	26.122
Immaterielle Vermögenswerte	36.658	86.223	82.634
Nutzungsrechte	56.922	149.759	135.090
Finanzielle Vermögenswerte	16.107	24.756	23.102
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	1.986	4.281	7.396
Langfristige Vermögenswerte	136.466	297.091	274.345
Vorräte	60.755	80.036	59.115
Geleistete Anzahlungen auf Vorräte	4.384	2.817	4.218
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	37.248	28.223	29.204
Finanzielle Vermögenswerte	4.035	3.918	6.846
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	16.237	19.190	24.581
Ertragsteuerforderungen	0	24	291
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	131.098	99.464	49.055
Kurzfristige Vermögenswerte	253.757	233.672	173.310
	390.223	530.763	447.655

Die **Sachanlagen** umfassen im Wesentlichen Lagerausstattung und Mietereinbauten für die Showrooms und Verkaufsflächen. Sie betragen zum 31. Dezember 2023 rund EUR 26,1 Mio. und sind damit im Vergleich zum Vorjahr um rund EUR 5,9 Mio. gesunken. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf vergleichsweise geringe Investitionen als Folge erst kürzlich neu eingerichteter Lager sowie einer generellen Investitionszurückhaltung aufgrund eines schwachen Marktumfelds zurückzuführen, wodurch die Investitionen deutlich unter den planmäßigen Abschreibungen lagen. Der zuvor beobachtbare Anstieg zum 31. Dezember 2022 geht zu großen Teilen auf den Erwerb der Butlers-Gruppe zurück.

Die **immateriellen Vermögenswerte** des Konzerns umfassen selbsterstellte Software (insbesondere die Online-Plattform der home24), erworbene Software und sonstige Lizenzen sowie Geschäfts- oder Firmenwerte. Der deutliche Anstieg im Geschäftsjahr 2022 um EUR 49,6 Mio. betrifft vorwiegend die im Rahmen der Kaufpreisallokation angesetzte Marke „Butlers“ sowie den

erworbenen Geschäfts- und Firmenwert. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2023 um rund EUR 3,6 Mio. resultiert im Wesentlichen aus der planmäßigen Abschreibung der Butlers-Vermögenswerte mit begrenzter Nutzungsdauer sowie den selbstentwickelten Online-Plattformen von home24 und Mobly.

Die von der home24-Gruppe eingegangenen Leasingverhältnisse betreffen insbesondere Büro- und Lagerflächen sowie Verkaufsflächen für Showrooms und Filialen. Die **Nutzungsrechte** enthalten aktivierte Mietverträge für gewerbliche Immobilien, im Wesentlichen Filialen, Lager- und Logistikflächen, aber auch zu einem geringeren Teil für Büros und Showrooms in Sao Paulo. Im Geschäftsjahr 2023 betragen die Nutzungsrechte aus dem Leasing nach IFRS16 rund EUR 135,1 Mio. Der Anstieg der Nutzungsrechte im Jahr 2022 ist im Wesentlichen auf die Akquisition der Butlers-Gruppe zurückzuführen. In diesem Zusammenhang sind Nutzungsrechte in Höhe von EUR 71,7 Mio. zugegangen, welche zum allergrößten Teil aus der Aktivierung der Mietverträge für die über 100 Butlers Ladengeschäfte in Deutschland, Österreich und der Schweiz resultieren. Hinzu kommt die Anmietung vom neuen Bürogebäude des Konzernhauptsitzes in Berlin. Der Rückgang im Jahr 2023 resultiert im Wesentlichen aus der planmäßigen Abschreibung der Nutzungsrechte.

Die **langfristigen finanziellen Vermögenswerte** betragen zum Ende des Geschäftsjahrs 2023 rund EUR 23,1 Mio. und umfassen insbesondere Kautionen und geleistete Sicherheiten in Höhe von EUR 12,8 Mio. sowie verfügbarsbeschränkte Zahlungsmittel in Höhe von EUR 9,2 Mio. Die Kautionen und geleisteten Sicherheiten umfassen mit EUR 10,6 Mio. (2022: EUR 12,2 Mio.; 2021: EUR 6,8 Mio.) die Zahlungen bestrittener Steuerverbindlichkeiten, die im Zusammenhang mit laufenden Gerichtsverfahren im Segment LatAM als Sicherheiten hinterlegt wurden. Die verfügbarsbeschränkten Zahlungsmittel umfassen Bankguthaben, die als Kautionen an Vermieter von Büro-, Lager- und Verkaufsflächen verpfändet sind und dem Zugriff des Konzerns entzogen sind (2023: rund EUR 1,0 Mio.). Die finanziellen Vermögenswerte enthalten zudem Forderungen aus Finanzierungsleasingverhältnissen, bei denen home24 Teilflächen von Filialen untervermietet.

Die **langfristigen sonstigen nichtfinanziellen Vermögenswerte** enthalten i.W. Umsatzsteuerforderungen sowie Abgrenzungsposten. Der Anstieg im Zeitablauf geht insbesondere auf den Anstieg der Umsatzsteuerforderungen zurück (2021: EUR 1,4 Mio.; 2022: EUR 3,9 Mio.; 2023: EUR 6,7 Mio.). Die Umsatzsteuerforderungen umfassen insbesondere zu verrechnende Steuerguthaben im Segment LatAM. Diese stehen in Zusammenhang mit Wareneinkäufen und Warenlieferungen in verschiedenen brasilianischen Bundesstaaten, die nicht saldierbar sind.

Die **Vorräte** umfassen neben Retourwaren, Outlet-Beständen und Transitware insbesondere die Lagerbestände in den Logistik-Centern sowie den Butlers-Filialen. In geringerem Umfang sind zudem unfertige Erzeugnisse enthalten, welche erworbene Vormaterialien für die Herstellung von Eigenmarktprodukten im Segment LatAM darstellen.

Der Anstieg der Vorräte im Geschäftsjahr 2022 auf rund EUR 80,0 Mio. ist insbesondere auf die Akquisition der Butlers-Gruppe zurückzuführen. In diesem Zusammenhang hat Butlers zum 1. April 2022 Vorräte in Höhe von EUR 32,4 Mio. in den Konzern eingebracht. Hinzu kommt der Nachfrage-Rückgang infolge des Beginns des Ukraine-Kriegs. Zum Ende 2023 konnte der Lagerbestand auch inklusive der Bestände der Butlers-Gruppe deutlich auf rund EUR 59,1 Mio. reduziert werden. Dies geht vor allem auf eine Anpassung der Einkaufsplanung infolge der gesunkenen Nachfrage auf ein normales Niveau zurück. Darüber hinaus waren die Vorjahre durch Lieferkettenbedingt erhöhte Bestandshaltung gekennzeichnet.

Die **geleisteten Anzahlungen auf Vorräte** betragen zum 31. Dezember 2023 rund EUR 4,2 Mio. und betreffen Vorauszahlungen für bestellte Waren.

Der Rückgang der **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** zum 31. Dezember 2022 um rund 24 % im Vergleich zum Vorjahresbestand resultiert maßgeblich aus dem Segment LatAm. Im Segment LatAm hat der Konzern im Jahr 2022 in größerem Rahmen Vereinbarungen zur vorfälligen Auszahlung von Forderungen in Anspruch genommen. Zum 31. Dezember 2023 ist im Vergleich zum Vorjahr trotz deutlich rückläufiger Umsatzerlöse ein leichter Anstieg auf EUR 29,2 Mio. zu verzeichnen.

Die **kurzfristigen finanziellen Vermögenswerte** umfassen neben Forderungen gegen Lieferanten und Dienstleistern, Kautionen, Forderungen im Rahmen einer Factoring-Vereinbarung, verfügbungsbeschränkte Zahlungsmittel sowie Devisentermingeschäfte. Bei den kurzfristigen verfügbungsbeschränkten Zahlungsmitteln handelt es sich um Bankguthaben, die als Kautionen an Vermieter von Büro-, Lager- und Verkaufsflächen verpfändet sind und dem Zugriff des Konzerns entzogen sind. Der Anstieg der **kurzfristigen finanziellen Vermögenswerte** auf rund EUR 6,8 Mio. zum 31. Dezember 2023 steht im Zusammenhang mit erhöhten Bonusansprüchen gegenüber Lieferanten im Zuge der Anpassungen der Konditionen an die XXXLutz-Gruppe.

Die **sonstigen nichtfinanziellen Vermögenswerte** umfassen ganz überwiegend Steuerguthaben im Segment LatAm, die im Zeitablauf kontinuierlich angestiegen sind.

Die **Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente** umfassen Bank- und Kassenbestände, Festgeldanlagen bei Kreditinstituten sowie kurzfristige Finanzinvestitionen im Segment LatAm. Letztere umfassen variabel verzinsliche Wertpapiere und können jederzeit in Zahlungsmittel umgewandelt werden. Der Rückgang der liquiden Mittel im Geschäftsjahr 2022 insbesondere auf die Akquisition der Butlers-Gruppe zurückzuführen. Der weitere Rückgang im Geschäftsjahr 2023 ist maßgeblich auf die Finanzierung des Jahresfehlbetrags zurückzuführen.

Die Passiva stellen sich wie folgt dar:

	Dez 21 Ist	Dez 22 Ist	Dez 23 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Gezeichnetes Kapital	29.282	33.580	33.725
Eigene Anteile	-3	-3	-3
Kapitalrücklage	70.057	58.321	2.401
Sonstige Rücklagen	57.761	64.255	66.674
Gewinnrücklagen/Kumulierte Verluste	13.505	12.943	18.402
Auf die Anteilseigner des Mutterunter. entfall. Eigenkapital	170.602	169.097	121.199
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	49.771	46.960	40.392
Eigenkapital	220.373	216.057	161.590
Finanzverbindlichkeiten	0	21.631	14.131
Leasingverbindlichkeiten	47.548	117.975	110.450
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	1.211	4.389	4.781
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	187	103	12
Rückstellungen	5.723	8.057	6.566
Passive latente Steuern	1.043	12.126	10.399
Langfristige Schulden	55.712	164.281	146.337
Finanzverbindlichkeiten	0	10.112	7.128
Leasingverbindlichkeiten	15.891	37.177	37.425
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen und ähnl. Schulden	67.023	66.451	58.050
Vertragsverbindlichkeiten	15.785	17.399	16.754
Steuerschulden	115	2.057	856
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	3.158	3.340	2.770
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	11.375	12.818	15.808
Rückstellungen	791	1.072	936
Kurzfristige Schulden	114.138	150.425	139.727
	390.223	530.763	447.655

Der Anstieg des **gezeichneten Kapitals** zum 31. Dezember 2022 ist auf die zum 1. April 2022 durchgeführte Sachkapitalerhöhung zur Finanzierung des Erwerbs der Butlers-Gruppe sowie die Barkapitalerhöhung im Rahmen des Einstiegs der XXXLutz-Gruppe Anfang Oktober 2022 zurückzuführen. Der leichte Anstieg im Geschäftsjahr 2023 auf rund EUR 33,7 Mio. steht in Zusammenhang mit der Ausgabe neuer Aktien zum Settlement des anteilsbasierten Vergütungsprogramms. Die Bezugsrechte wurden im Rahmen des Incentivierungsprogramms in den Vorjahren ausgegeben.

Im Geschäftsjahr 2022 wurde ein Betrag von EUR 38,6 Mio. aus der freien **Kapitalrücklage** aufgelöst und mit dem Jahresfehlbetrag der home24 verrechnet. Gegenläufig wurden der Kapitalrücklage im Rahmen der Kapitalerhöhungen ein Betrag von rund EUR 26,8 Mio. zugeführt. Saldiert ergibt sich ein Rückgang zum Ende 2022 von rund EUR 11,7 Mio. Im Geschäftsjahr 2023 wurde erneut ein Betrag von EUR 55,9 Mio. aus der freien Kapitalrücklage aufgelöst und mit dem Jahresfehlbetrag der home24 verrechnet.

Die **langfristigen und kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten** zum 31. Dezember 2022 stehen im Wesentlichen im Zusammenhang mit dem Erwerb der Butlers-Gruppe und umfassen insbesondere eine daraus resultierende Kaufpreisverbindlichkeit. Darüber hinaus wurde im Geschäftsjahr 2022 ein Kredit in Höhe von EUR 7,5 Mio. in Anspruch genommen. Dieser wurde im Geschäftsjahr 2023 vorzeitig getilgt, so dass zum 31. Dezember 2023 ein Rückgang der Finanzverbindlichkeiten auf EUR 14,1 Mio. zu verzeichnen ist.

Der Anstieg der **langfristigen und kurzfristigen Leasingverbindlichkeiten** zum 31. Dezember 2022 ist ebenfalls insbesondere auf die Butlers-Akquisition zurückzuführen und spiegelt die hinzugekommenen Verpflichtungen aus den Mietverträgen der Butlers-Filialen wider. Der Rückgang zum 31. Dezember 2023 auf rund EUR 110 Mio. resultiert aus der planmäßigen Rückführung der Leasingverbindlichkeiten.

Die **langfristigen sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten** umfassen neben Investitionszuschüssen der öffentlichen Hand zum 31. Dezember 2023 sonstige Kaufpreisverbindlichkeiten, welche börsenkursabhängige Barausgleiche für einen Verkäufer aus dem Unternehmenszusammenschluss mit der Butlers-Gruppe beinhalten. Der leichte Anstieg zum 31. Dezember 2023 resultiert im Wesentlichen aus der Neubewertung dieser Cash-Garantie.

Die **langfristigen Rückstellungen** enthalten im Wesentlichen Rückbauverpflichtungen sowie Steuerrisiken aus offenen Rechtsstreitigkeiten im Segment LatAm, deren Höhe im Zeitablauf leicht schwankt. Von den Rückstellungen sind im Betrachtungszeitraum zwischen EUR 0,8 Mio. bis EUR 1,0 Mio. kurzfristig und werden voraussichtlich innerhalb eines Jahres in Anspruch genommen.

Der Anstieg der **passiven latenten Steuern** zum 31. Dezember 2022 um rund EUR 11,1 Mio. im Vergleich zum Vorjahr ist im Wesentlichen auf die Konsolidierung der Butler-Gruppe zurückzuführen. Zum 31. Dezember 2023 betragen die passiven latenten Steuern rund EUR 10,4 Mio.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und ähnlichen Schulden** umfassen neben Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auch Verbindlichkeiten aus Reverse Factoring. So hat die home24 eine Vereinbarung abgeschlossen, wonach eine Factoring-Gesellschaft Forderungen der Lieferanten gegen die home24 kauft. Zum 31. Dezember 2023 betragen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und ähnlichen Schulden EUR 58,1 Mio.

Die **Vertragsverbindlichkeiten** in Höhe von EUR 16,8 Mio. zum 31. Dezember 2023 (31. Dezember 2022: EUR 17,4 Mio.; 31. Dezember 2021: EUR 15,8 Mio.) resultieren insbesondere aus Verträgen mit Kunden, welche die Zahlungsmethode „Vorkasse“ gewählt haben, sowie aus dem Verkauf von Gutscheinen.

Die **kurzfristigen sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten** betreffen neben Rückerstattungsverbindlichkeiten aus erwarteten Retouren insbesondere kreditorische Debitoren und sind im Betrachtungszeitraum relativ konstant.

Die **kurzfristigen sonstigen nichtfinanziellen Verbindlichkeiten** umfassen im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Leistungen an Arbeitnehmer sowie Umsatzsteuerverbindlichkeiten.

c) Ertragslage

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung haben wir die Vergangenheitsergebnisse der home24 SE analysiert. Dazu haben wir die operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen und Steuern, EBIT) um Sondereinflüsse bereinigt und auf diese Weise ein bereinigtes Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) abgeleitet. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden¹²⁶. Die Bereinigungen sind gesondert in der Zeile „Bereinigungen“ ausgewiesen.

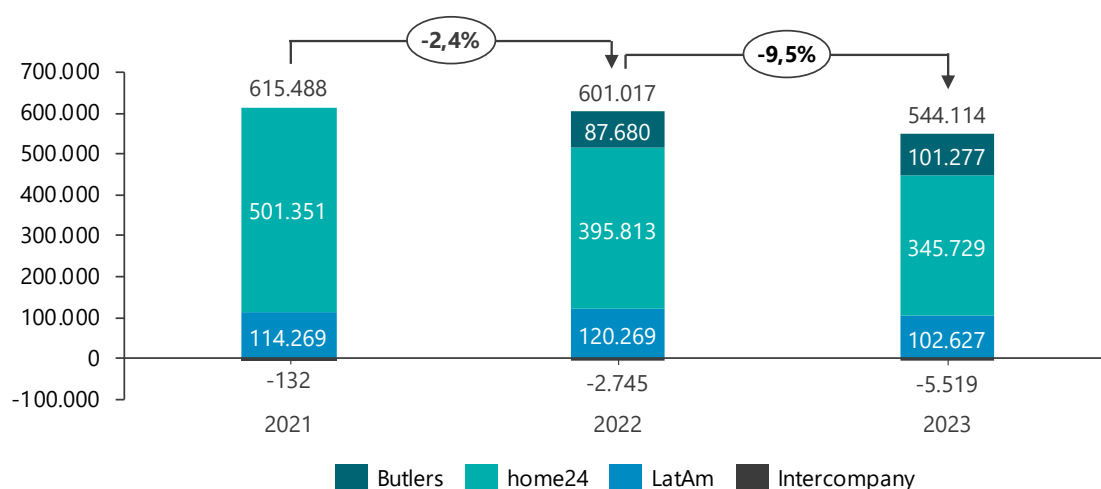
In der nachfolgenden Tabelle ist die **bereinigte Ertragslage** der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 auf Basis der geprüften Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS dargestellt.

¹²⁶ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

	2021 Ist	2022 Ist	2023 Ist	2021 - 23 CAGR
	TEUR	TEUR	TEUR	%
Umsatzerlöse	615.488	601.017	544.114	-6,0%
Umsatzkosten	348.898	318.421	267.208	-12,5%
Bruttoergebnis vom Umsatz (bereinigt)	266.590	282.596	276.906	1,9%
Fulfillmentkosten	103.580	89.655	77.505	-13,5%
Marketingausgaben	97.652	84.400	78.083	-10,6%
Vertriebs- und Verwaltungskosten	64.504	94.744	99.651	24,3%
EBITDA (bereinigt)	854	13.796	21.667	403,6%
Abschreibungen	27.367	51.549	57.600	45,1%
EBIT (bereinigt)	-26.512	-37.753	-35.933	16,4%
Bereinigungen	-8.766	-8.915	-6.574	-13,4%
EBIT	-35.278	-46.668	-42.507	9,8%
Finanzergebnis	-40	-3.246	-7.684	1294,3%
EBT	-35.318	-49.914	-50.191	19,2%
Ertragsteuern	-105	234	1.489	n/a
Jahresfehlbetrag	-35.423	-49.680	-48.702	17,3%
Davon entfallen auf:				
Anteilseigner des Mutterunternehmens	-30.718	-40.390	-39.572	13,5%
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	-4.705	-9.290	-9.129	39,3%
in % der Umsatzerlöse				
Bruttoergebnis vom Umsatz (bereinigt)	43,3%	47,0%	50,9%	
Fulfillmentkosten	16,8%	14,9%	14,2%	
Marketingausgaben	15,9%	14,0%	14,4%	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	10,5%	15,8%	18,3%	
EBITDA (bereinigt)	0,1%	2,3%	4,0%	
EBIT (bereinigt)	-4,3%	-6,3%	-6,6%	

Das Geschäftsjahr 2021 war noch deutlich von positiven Sondereffekten im Zusammenhang mit Lockdowns während der COVID-19-Pandemie geprägt. So konnte die home24 unterstützt durch eine positive Entwicklung der Anzahl aktiver Kunden, eingegangener Bestellungen und einem erhöhten durchschnittlichen Bestellwert im Geschäftsjahr 2021 ihre Umsatzerlöse gegenüber 2020 deutlich um rund EUR 117,9 Mio. auf EUR 615,5 Mio. steigern. Während insbesondere das erste Halbjahr von einem überproportionalen Wachstum durch vorteilhafte Kundennachfrageeffekte im Kontext der COVID-19-Pandemie geprägt war, hat sich die Kundennachfrage im zweiten Halbjahr des Geschäftsjahres 2021 auf dem hohen Niveau des Vorjahres weitestgehend stabil gezeigt.

In den beiden folgenden Jahren musste die home24-Gruppe jedoch kontinuierliche Umsatzrückgänge hinnehmen, obwohl zum 1. April 2022 die Butlers-Gruppe erworben wurde. Der hieraus resultierende zusätzliche Umsatz im Geschäftsjahr 2022 von rund EUR 87,7 Mio. sowie der Ganzjahreseffekt im Geschäftsjahr 2023 konnten den Rückgang vor allem im home24-Kerngeschäft nicht vollständig kompensieren. Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse in den einzelnen Segmenten:



Während sich die Umsatzanteile von LatAm relativ stabil zwischen rund 18,6 % und 20,0 % der Konzernumsätze bewegen, ist der Anteil des Segments home24 von rund 81,5 % im Geschäftsjahr 2021 auf rund 63,5 % im Geschäftsjahr 2023 zurückgegangen. Dass auf Konzernebene dennoch im Jahr 2022 nur ein vergleichsweise geringer Umsatzrückgang um rund 2,4 % zu verzeichnen ist, geht auf die erstmalige Konsolidierung von Butlers zurück. Deren Umsatzanteil hat sich von rund 14,6 % im Geschäftsjahr 2022 auf rund 18,6 % im Geschäftsjahr 2023 weiter erhöht, was aber i.W. auf die unterjährige Konsolidierung in 2022 bzw. einen Ganzjahreseffekt in 2023 zurückzuführen ist.

Das Geschäftsjahr 2022 war insgesamt geprägt durch eine deutlich eingetrübte Konsumentenstimmung, die insbesondere auf die stark gestiegenen Inflationsraten infolge des Ukraine-Kriegs zurückging. home24 konnte sich dem branchenweiten Trend rückläufiger Umsätze nicht entziehen und verzeichnete im europäischen Online-Geschäft ein deutliches Minus von 21,1 %, auch wenn der Mitte 2022 erfolgte Anlauf des Marktplatzes erste Früchte trug. Im Gegensatz dazu konnte das Segment LatAm ein Umsatzplus von rund 5,0 % realisieren. Insgesamt führten das Wachstum des Offline-Geschäfts durch die Butlers-Akquisition sowie die Entwicklung des Marktplatzes dazu, dass das Bruttowarenvolumen der home24-Gruppe im vierten Quartal 2022 um rund 15 % über dem Niveau des Vorjahresquartals lag. Da es sich beim Marktplatz-Geschäft aber um Provisionsumsätze handelt, schlug sich diese Entwicklung nicht voll in den Umsätzen nieder.

Im Geschäftsjahr 2023 ist ein weiterer Rückgang der Umsatzerlöse der home24-Gruppe um rund 9,5 % zu beobachten. Die Umsatzerlöse im Kernsegment (home24 inkl. Marktplatz) innerhalb Europas sanken hierbei um rund 12,7 %, die Umsätze im Segment LatAm um rund 14,6 %. Im Bereich Butlers ist dagegen ein Umsatzplus von rund 15,5 % im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen, wobei dies auf die erstmalige ganzjährige Konsolidierung der Butlers-Gruppe zurückzuführen ist. Unter Berücksichtigung der ganzjährig realisierten Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2022 ergibt sich auch für Butlers ein Rückgang im Jahr 2023 in Höhe von 5,7 %. Der Rückgang der Umsatzerlöse in Europa ist insbesondere auf das anhaltend zurückhaltende Konsumverhalten zurückzuführen. Darüber hinaus führte die erfolgreiche Entwicklung des Marktplatzes zwar zu einem Anstieg des Auftragseingangs. Da es sich bei dem Marktplatz-Geschäft jedoch um Provisionsumsätze handelt, schlägt sich die positive Entwicklung nicht voll in den Umsatzerlösen nieder.

Die **Umsatzkosten** setzten sich insbesondere aus dem Wareneinkauf sowie den Liefer- und Verbringungskosten für die eingehenden Waren zusammen. Darüber hinaus sind die Personalkosten des Lagerpersonals enthalten. Das Geschäftsjahr 2021 war durch eine Kombination aus Lieferkettenengpässen im Zuge der COVID-19-Pandemie bei gleichzeitig hoher Online-Nachfrage nach Möbeln geprägt. Hohe Frachtkosten und knappe Ware führten zu hohen Einstandspreisen und damit hohen Umsatzkosten. Im Geschäftsjahr 2022 reduzierten sich die Umsatzkosten um rund 8 % auf rund EUR 318,4 Mio., was mit dem rückläufigen Umsatzniveau einhergeht. Gleichzeitig lag aber auch die Bruttoergebnismarge im Geschäftsjahr 2022 mit 47,0 % deutlich über dem Vorjahreswert von 43,3 %. Der Anstieg resultiert neben einer Entspannung auf der Beschaffungsseite auch aus den höheren Margen des neu hinzugekommenen Butlers-Geschäfts, der Einführung von Versandkosten sowie der Integration des Marktplatzgeschäfts, das aufgrund des Provisionsmodells eine deutlich höhere Bruttomarge aufweist als der Handel auf eigene Rechnung. Der weitere Rückgang der Umsatzkosten im Geschäftsjahr 2023 ist insbesondere auf die gesunkenen Umsatzerlöse zurückzuführen, wobei der Ganzjahreseffekt bei Butlers sowie der weitere Ausbau des Marktplatzes zu einer weiteren Verbesserung der Bruttoergebnismarge auf rund 50,9 % geführt hat. Nach Einschätzung des Vorstands stellt das Jahr 2023 aufgrund der Sondersituation der Vorjahre ein Normalniveau der Bruttomarge dar.

Die **Fulfillmentkosten** umfassen Aufwendungen für Logistik (Warenversand, Warenhandling und Verpackung) sowie Aufwendungen für die Zahlungsabwicklung (Kreditkartengebühren, Mahngebühren sowie weitere Nebenkosten des Geldverkehrs). Während bei den Logistikkosten im Betrachtungszeitraum ein Rückgang von durchschnittlich 14,8 % p.a. zu verzeichnen ist, ist hinsichtlich der Kosten für die Zahlungsabwicklung ein durchschnittlicher Anstieg von 1,1 % p.a. zu beobachten.

	2021 Ist	2022 Ist	2023 Ist	CAGR 21-23
	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Logistik	95.598	82.114	69.341	-14,8%
Zahlungsabwicklung	7.982	7.541	8.164	1,1%
Fulfillmentkosten	103.580	89.655	77.505	-13,5%

in % der Umsatzerlöse

Logistik	15,5%	13,7%	12,7%
Zahlungsabwicklung	1,3%	1,3%	1,5%

Hintergrund für den deutlichen Rückgang der Logistikkosten ist neben den rückläufigen Umsatzerlösen und den weiteren nachstehend erläuterten Gründen auch eine Sondersituation im Basisjahr 2021. So lagen die Logistikkosten im Geschäftsjahr 2021 aufgrund einer coronabedingt starken Nachfrage in Verbindung mit Lieferengpässen als Folge internationaler Lieferkettenprobleme auf einem außergewöhnlich hohen Niveau. Die Reduktion der Logistikkosten um rund 14 % im Geschäftsjahr 2022 ist daher insbesondere auf eine Reduktion der Containerkosten im zweiten Halbjahr zurückzuführen, als infolge des Ukraine-Kriegs und des nachfolgenden Anstiegs der Inflationsraten Überkapazitäten in der Seeschifffahrt entstanden. Gleichzeitig hat die home24-Gruppe ihre eigene Auslieferinfrastruktur erweitert, so dass externe Logistikkosten eingespart werden konnten.

Der weitere Rückgang der Logistikkosten um 15,6 % im Geschäftsjahr 2023 ist neben weiter gesunkenen Frachtkosten und ein reduziertes Umsatzniveau wie schon im Vorjahr auch auf den weiteren Ausbau der eigenen Auslieferflotte zurückzuführen.

Bei einer relativen Betrachtung der Logistikkostenquote zeigt sich ein kontinuierlicher Rückgang auf bis zu rund 12,7 % im Jahr 2023. Hintergrund ist neben den vorstehend genannten Gründen jedoch auch der geänderte Produktmix im Zuge der Konsolidierung der Butlers-Gruppe. Aufgrund des vorwiegend stationären Geschäftsmodells der Butlers-Gruppe sind die Logistikkosten der verkauften Produkte prozentual zum Verkaufspreis tendenziell geringer als im reinen Online-Geschäft der home24. Ebenfalls zur Reduktion der Logistikaufwendungen in % der Umsatzerlöse führte im Betrachtungszeitraum das seit 2022 aufgebaute Marktplatzgeschäft, bei dem home24 Umsatzerlöse in Form von Provisionserlösen erzielt, die Distributionskosten jedoch von Drittanbietern getragen werden.

Die Kosten der Zahlungsabwicklung steigen im Betrachtungszeitraum trotz rückläufiger Umsatzerlöse um durchschnittlich 1,1 % pro Jahr. Der sukzessive Anstieg der Zahlungsabwicklungskosten in % der Umsatzerlöse auf rund 1,5 % im Geschäftsjahr 2023 ist u.a. auf das seit 2022 integrierte Marktplatzgeschäfts zurückzuführen. Den resultierenden Zahlungsabwicklungskosten

stehen hier nicht die vollen Warenumsätze, sondern nur die deutlich geringeren Provisionsumsätze gegenüber.

Aufwendungen für Marketing enthalten insbesondere Performance-Marketing sowie Aufwendungen für TV-Marketing. Beim Performance-Marketing, auch Leistungs-Marketing, handelt es sich im Online-Bereich um Marketingmaßnahmen, die beim Kunden eine messbare Reaktion bzw. Handlung hervorrufen. Zur Messung der Daten werden cookie-basierte Tracking-Tools eingesetzt. Bei home24 umfasst dies alle genutzten Online-Marketing-Kanäle, wie beispielsweise die Stichwortsuche oder Online-Werbebanner auf fremden Websites. Ausgehend vom Geschäftsjahr 2021 ist ein durchschnittlicher jährlicher Rückgang in Höhe von 10,6 % p.a. bis zum Jahr 2023 zu verzeichnen. Gleichzeitig ist im Betrachtungszeitraum eine Verlagerung vom klassischen Marketing (auch „ATL-Marketing“; „Above-the-Line“) zu Performance-Marketing zu verzeichnen, was insbesondere auf den Aufbau des Marktplatzes im Jahr 2022 zurückzuführen ist. Der Rückgang der Marketingaufwendungen in % der Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2022 von rund 15,9 % auf rund 14,0 % reflektiert die Unternehmensstrategie mit einer stärkeren Kostenorientierung und einem starken Fokus auf positive Deckungsbeiträge. Im Jahr 2023 ist ein weiterer Rückgang der Marketingaufwendungen zu verzeichnen, wobei sich das Marketingkostenverhältnis in % der Umsatzerlöse relativ konstant auf Vorjahresniveau bewegt.

Nachfolgende Darstellung zeigt die Aufgliederung der **Vertriebs- und Verwaltungskosten** in den Jahren 2021 bis 2023:

	2021 Ist	2022 Ist	2023 Ist	CAGR 21-23
	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Personalkosten	42.204	62.923	69.550	28,4%
Betriebliche Aufwendungen	22.300	31.821	30.101	16,2%
Vertriebs- und Verwaltungskosten	64.504	94.744	99.651	24,3%
in % der Umsatzerlöse				
Personalkosten	6,9%	10,5%	12,8%	
Betriebliche Aufwendungen	3,6%	5,3%	5,5%	

Die Vertriebs- und Verwaltungskosten enthalten neben Personalkosten vor allem Aufwendungen für IT und sonstige Overheadkosten. Die **Personalkosten** steigen im Betrachtungszeitraum von rund EUR 42,2 Mio. im Jahr 2021 deutlich auf rund EUR 69,6 Mio. im Jahr 2023, was einem durchschnittlichen Anstieg von rund 28,4 % p.a. entspricht. Neben Gehaltsanpassungen ist dies im Wesentlichen auf die Akquisition der Butlers-Gruppe im Geschäftsjahr 2022 und der damit verbundenen höheren Offline-Personalkosten zurückzuführen. Zum 31. Dezember 2022 beschäftigte die home24-Gruppe mit insgesamt 3.020 Mitarbeitenden fast 50 % mehr Beschäftigte als

zum Ende des Vorjahres 2021 (2.084 Mitarbeitende). Im Geschäftsjahr 2023 ist der Personalaufwand aufgrund der erstmaligen ganzjährigen Vollkonsolidierung der Butlers-Gruppe sowie durch weitere Einstellungen und Gehaltssteigerungen weiter angestiegen. Die Personalaufwandsquote (in Prozent der Umsatzerlöse) ist im Betrachtungszeitraum korrespondierend hierzu von 6,9 % auf 12,8 % angestiegen, was neben den gestiegenen Personalkosten auch auf rückläufige Umsatzerlöse zurückgeht.

Die in den Vertriebs- und Verwaltungskosten enthaltenen **betrieblichen Aufwendungen** enthalten im Wesentlichen Raumkosten, Logistikkosten, Reinigungs- und Instandhaltungskosten, IT-Kosten, Rechts- und Beratungskosten, Reisekosten und Versicherungskosten. Ihr Anstieg im Geschäftsjahr 2022 ist ebenfalls auf die Akquisition der Butlers-Gruppe zurückzuführen. In Kombination mit den rückläufigen Umsätzen stieg die Aufwandsquote in von 3,6 % im Jahr 2021 auf 5,5 % im Jahr 2023.

Das **bereinigte EBITDA** stieg im Betrachtungszeitraum von rund EUR 0,9 Mio. im Jahr 2021 deutlich auf rund EUR 21,7 Mio. im Jahr 2023. Die Verbesserung der Profitabilität trotz gesunkener Umsatzerlöse resultiert neben der positiven Ertragslage der Butlers-Gruppe vor allem aus einer Entspannung bei den Wareneinsatzkosten, einem an die wirtschaftliche Lage angepassten Bestellverhalten sowie einer gestiegenen Kostendisziplin als Antwort auf die schwache wirtschaftliche Entwicklung. In Einklang mit dem gestiegenen bereinigten EBITDA stieg die bereinigte EBITDA-Marge von 0,1 % im Jahr 2021 auf rund 4,0 % im Jahr 2023.

Der starke Anstieg der **Abschreibungen** im Geschäftsjahr 2022 um rund 88 % steht in Zusammenhang mit der Akquisition der Butlers-Gruppe und resultiert zu einem großen Teil aus den Abschreibungen auf die Nutzungsrechte für die Butlers-Ladengeschäften.

Das **bereinigte EBIT** ist im gesamten Betrachtungszeitraum deutlich negativ (2023: EUR -35,9 Mio.; 2022: EUR -37,8 Mio.; 2021: EUR -26,5 Mio.). Die EBIT-Marge lag in den Jahren 2022 und 2023 nahezu konstant bei -6,3 % bzw. -6,6 % der Umsatzerlöse.

Das **Finanzergebnis** umfasst neben Zinserträgen aus Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten sowie Zinsaufwendungen und Währungseffekten auch eine außerplanmäßige Wertminderung auf sonstige Vermögenswerte im Segment LatAm in Höhe von EUR 3,0 Mio. Die Zinserträge von rund EUR 6,5 Mio. im Jahr 2023 (2022: EUR 5,2 Mio.; 2021: EUR 2,8 Mio.) resultieren i.W. aus der Verzinsung der liquiden Mittel im Segment LatAm. Weitere Zinserträge resultieren aus einem Treuhandkonto, welches als Pfand für Rechtsstreitigkeiten mit den brasilianischen Finanzbehörden dient. Darüber hinaus fallen unwesentliche Zinserträge aus Factoring an. Den Zinserträgen stehen Zinsaufwendungen in Höhe von EUR 10,9 Mio. im Jahr 2023 (2022: EUR 8,5 Mio.; 2021: EUR 4,9 Mio.) gegenüber. Hierbei handelt es sich insbesondere um Zinsaufwand aus Factoring sowie Zinsaufwand aus der Aufzinsung von Leasingverbindlichkeiten gemäß IFRS 16.

Die bereits erwähnte außerplanmäßige Wertminderung in Höhe von EUR 3,0 Mio. (und damit auch der Anstieg des Finanzergebnisses von 2022 auf 2023) entfällt auf sonstige finanzielle Vermögenswerte im Segment LatAm. Diese steht im Zusammenhang mit der innerhalb der langfristigen finanziellen Vermögenswerte hinterlegten Sicherheit für Rechtstreitigkeiten aus der Auslegung der brasilianischen Umsatzsteuer. Im Jahr 2021 haben zudem wesentliche Wechselkursgewinne in Höhe von EUR 2,1 Mio. das Finanzergebnis positiv beeinflusst.

Die home24 verzeichnete in den Jahren 2022 und 2023 jeweils einen geringfügigen **Steuerertrag** aus latenten Steuern. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2023 resultiert insbesondere aus der Reduzierung der Leasing-Nutzungsrechte im Segment Butlers.

In den letzten drei Geschäftsjahren hat die home24 SE deutlich **negative Jahresergebnisse** erzielt. Im Geschäftsjahr 2023 belief sich das Periodenergebnis auf rund EUR -48,7 Mio. (Vj. EUR -49,7 Mio.). Die auf nicht beherrschende Anteile entfallende Jahresfehlbeträge sind von rund EUR 4,7 Mio. im Geschäftsjahr 2021 auf jeweils rund EUR 9,2 Mio. bzw. EUR 9,3 Mio. in den beiden Folgejahren angestiegen. Damit bewegen sich die auf die Aktionäre der home24 entfallenden Fehlbeträge in den Jahren 2022 und 2023 auf jeweils rund EUR 40 Mio.

Bereinigungen

Zur besseren Vergleichbarkeit sowie zu Plausibilisierungszwecken der Planungsrechnung haben wir die historische Ertragslage der home24-Gruppe um die nachfolgend erläuterten Sachverhalte bereinigt. Die home24 nimmt in ihren Geschäftsberichten selbst Bereinigungen vor und weist entsprechend ein „Adjusted EBITDA“ aus. Wir haben die Bereinigungen der Gesellschaft nachvollzogen und diese übernommen. Darüber hinaus haben wir weitere Sachverhalte identifiziert, die nach unserer Einschätzung Sondersachverhalte darstellen oder in der Planungsrechnung nicht angesetzt werden. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden¹²⁷.

¹²⁷ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

Die nachfolgende Übersicht zeigt die von uns vorgenommenen Bereinigungen.

	2021 Ist	2022 Ist	2023 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Anteilsbasierte Vergütung	-8.582	-1.756	-515
IPO Kosten/Transaktionskosten	-778	-69	-320
Transaktionskosten IFRS 9	0	-249	-294
Transaktionskosten Lutz	0	-971	-335
COGS - PPA	0	-3.333	0
Erträge aus Währungsumrechnung	0	0	346
Verluste aus Währungsumrechnung	0	0	-1.038
Erträge Schadensersatz	0	1.027	0
Erträge aus Auflösung von Rückstellungen	0	379	0
Sonstige periodenfremde Erträge	594	0	0
Abschreibung IFRS 16 PPA	0	-1.244	-1.658
Außerplanmäßige Abschreibung Mobly	0	-2.700	0
Außerplanmäßige Abschreibung IFRS16 Butlers	0	0	-2.760
	-8.766	-8.915	-6.574

In den Jahren 2021 bis 2023 sind in den Personalkosten innerhalb der Vertriebs- und Verwaltungskosten Aufwendungen für die **anteilsbasierte Vergütung** in deutlich unterschiedlicher Höhe enthalten. Hierbei handelt es sich hauptsächlich um Bewertungseffekte im Zusammenhang mit Veränderungen des Börsenkurses der home24, die somit keinen Bezug zur operativen Ertragskraft aufweisen. Wir haben diese daher bereinigt. Auskunftsgemäß wurden im Jahr 2023 nach Ablösung der anteilsbasierten Vergütung und dem Delisting der Gesellschaft keine neuen anteilsbasierten Vergütungen gewährt. Soweit die brasilianische Tochtergesellschaft Mobly weiterhin einen eigenen Aktienoptionsplan für Ihren Vorstand sowie einige Mitarbeiter unterhält, ist dieser von untergeordneter Bedeutung.

In allen Betrachtungsjahren haben wir **IPO-Kosten und Transaktionskosten** aus den betrieblichen Aufwendungen eliminiert. Inhaltlich handelt es sich dabei um Beratungshonorare. Im Geschäftsjahr 2021 stehen die Kosten in Zusammenhang mit dem Börsengang der Mobly S.A. (2021: EUR 0,2 Mio.) und der Akquisition der Butlers-Gruppe (2021: EUR 0,6 Mio.). Im Geschäftsjahr 2023 handelt es sich insbesondere um Beratungshonorare im Segment LatAm.

Im Geschäftsjahr 2022 und 2023 wurden **Transaktionskosten in Zusammenhang mit der Übernahme durch XXXLutz** in Höhe von TEUR 335 (2023) und TEUR 971 (2022) bereinigt. Hierbei handelt es sich um Beratungshonorare.

Darüber hinaus wurden im Jahr 2022 und 2023 **Transaktionskosten aus IFRS 9** in Höhe von TEUR 249 bzw. TEUR 294 bereinigt. Bei der Akquisition der Butlers-Gruppe wurde für einen Verkäufer zusätzlich zum Kaufpreis eine zusätzliche Kaufpreiskomponente zugesichert, die an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelt ist. Der Barausgleich ist gemäß IFRS 9 zum beizulegenden Zeitwert bewertet. Die von uns bereinigte Wertschwankung steht in keinem Bezug zur operativen Ertragskraft der Gesellschaft.

Die in den Vertriebs- und Verwaltungskosten enthaltenen Verluste und Erträge aus der **Währungsumrechnung** in den Jahren 2021 und 2022 gleichen sich im Betrachtungszeitraum nahezu aus und werden saldiert innerhalb derselben GuV-Position ausgewiesen, weshalb wir auf eine Bereinigung verzichtet haben. Im Jahr 2023 ergibt sich jedoch ein Nettoaufwand in Höhe von rund EUR 0,7 Mio., den wir bereinigt haben. **Erträge und Verluste aus Anlagenabgang** wiegen sich im Betrachtungszeitraum nahezu aus, weshalb wir auf eine Bereinigung gleichermaßen verzichtet haben.

In den Vertriebs- und Verwaltungskosten des Jahres 2022 ist ein Ertrag aus **Schadensersatz** in Höhe von rund EUR 1,0 Mio. enthalten, die wir bereinigt haben. Hierbei handelt es sich um eine Entschädigungszahlung für eine verspätete Fertigstellung des neuen Standorts in Berlin.

In den Vertriebs- und Verwaltungskosten ist im Jahr 2022 darüber hinaus ein **Ertrag aus der Auflösung einer Rückstellung** in Höhe von TEUR 380 enthalten, welche wir bereinigt haben. Hierbei handelt es sich zum Großteil um die Auflösung einer Rückstellung bezüglich der Umsatzmiete im Segment Butlers. Die Bildung der Rückstellung erfolgte auskunftsgemäß im Jahr 2020 und damit außerhalb des von uns analysierten Vergangenheitszeitraums.

Ebenfalls bereinigt haben wir im Jahr 2021 **periodenfremde Erträge** in Höhe von TEUR 594. Diese betreffen eine Rückstellung für Umsatzsteuernachzahlung in Polen, die nach abgeschlossener Betriebsprüfung ertragswirksam aufgelöst wurde.

Im Zuge der Kaufpreisallokation der Butlers-Gruppe erfolgte eine Allokation des Kaufpreises auf die Vorräte, welcher innerhalb von neun Monaten bis zum 31. Dezember 2022 vollständig abgeschrieben wurde. Die diesbezüglichen **Abschreibungen** in Höhe von rund EUR 3,3 Mio. haben wir aufgrund ihres Einmalcharakters aus den Umsatzkosten eliminiert.

Darüber hinaus haben wir im Jahr 2022 Abschreibungen in Höhe von EUR 2,7 Mio. bereinigt. Diese betreffen **außerplanmäßige Abschreibungen** von selbsterstellter Software und aktivierten Fotos im Segment LatAm. Im Geschäftsjahr 2023 wurden außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von rund EUR 2,8 Mio. neutralisiert. Diese betreffen Nutzungsrechte im Segment Butlers.

Im Hinblick auf die Behandlung der **planmäßigen Abschreibungen** aus aufgedeckten stillen Reserven aus Kaufpreisallokationen sind mehrere Konstellationen denkbar, die jeweils eine unterschiedliche Behandlung nach sich ziehen. Soweit es sich um konsolidierungsbedingte purchase-price-allocation-Effekte handelt, die nur auf Konzernebene wirksam werden und insoweit steuerlich irrelevant sind, haben die darauf entfallenden zahlungsunwirksamen Abschreibungen keinen Einfluss auf das Ausschüttungspotenzial und können daher im Rahmen der Vergangenheitsanalyse eliminiert werden. Anders stellt es sich dar, soweit die im Rahmen einer Akquisition erworbenen Vermögensgegenstände auch steuerlich abgeschrieben werden. Die damit verbundene Steuererminderung ist auch in der Planung zu berücksichtigen¹²⁸.

Vorliegend sind in diesem Zusammenhang die folgenden Sachverhalte zu unterscheiden:

- home24 hat im Rahmen des Erwerbs der Butlers-Gruppe ein Portfolio von Mietverträgen erworben, in denen im Vergleich zur damaligen Marktsituation für vergleichbare Lagen und Objekte z.T. günstigere sowie z.T. teurere Mietkonditionen vereinbart waren. In Summe enthielt das Portfolio mehr vor- als nachteilige Mietverträge. Die Mietvorteile wurden im Konzernabschluss der home24 aktiviert und werden seither planmäßig abgeschrieben. Die resultierenden planmäßigen Abschreibungen fallen nur auf IFRS-Konzernebene an und entfalten keine Relevanz für die Ausschüttungs- und Steuerbemessung. Wir haben diese sowohl aus den Vergangenheitszahlen (2022: TEUR 1.244, 2023: TEUR 1.658) als auch aus der Planungsrechnung eliminiert.
- Planmäßige Abschreibungen auf aufgedeckte stille Reserven aus dem Erwerb der Butlers-Gruppe, die sowohl im IFRS-Konzernabschluss als auch für Zwecke der Steuerbemessung Eingang finden, sind sowohl in der Vergangenheit als auch im Planungszeitraum anzusetzen. Entsprechend haben wir insoweit keine Bereinigung der Vergangenheitszahlen vorgenommen.
- Wirtschaftsgüter, die nur nach Steuerrecht, nicht aber im Konzernabschluss nach IFRS planmäßig abgeschrieben werden, umfassen die aktivierte Marke „Butlers“ sowie Geschäfts- oder Firmenwerte. Die entsprechenden ertragsteuerlich relevanten PPA-Abschreibungen haben wir ausschließlich bei der Berechnung der inländischen Ertragsteuern steuermindernd berücksichtigt.

Pro-Forma-Ertragslage 2021 bis 2023

Die vorstehend dargestellte Ertragslage der home24-Gruppe berücksichtigt die Butlers-Gruppe erst seit dem Zeitpunkt ihrer Erstkonsolidierung (1. April 2022). Entsprechend ist – wie vorstehend beschrieben – die Entwicklung der Erträge und Aufwendungen in den Jahren 2021 bis 2023 stark

¹²⁸ Vgl. Popp, Vergangenheits- und Lageanalyse, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 189, 227; LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 112.

durch die erstmalige Integration der Butlers-Zahlen in 2022 (für neun Monate) sowie den Ganzjahreseffekt im Jahr 2023 beeinflusst.

Aufgrund von abweichenden Rechnungslegungsvorschriften (home24-Gruppe: IFRS, Butlers-Gruppe: HGB) und Gliederungsschemata lassen sich die Rechnungswerke der home24-Gruppe und der Butlers-Gruppe für die Zeit vor dem 1. April 2022 jedoch nicht unmittelbar kombinieren. Insbesondere durch die Regelungen des IFRS 16 zur Abbildung von Mietverhältnissen kommt es zu deutlichen Abweichungen zwischen einer Darstellung nach HGB und IFRS. Aus den genannten Gründen hat die Gesellschaft eine solche Zusammenführung bislang nicht vorgenommen.

Rein zu Informationszwecken haben wir eine eigene überschlägige Ermittlung der Pro-Forma-Ertragslage für die Jahre 2021 bis 2023 ausschließlich auf Ebene der Kenngrößen Umsatz, EBITDA und EBIT vorgenommen. Da IFRS-Zahlen der Butlers-Gruppe für den Zeitraum vor dem 1. April 2022 nicht existieren, handelt es sich hierbei naturgemäß nur um eine Schätzung, die u.E. aber zumindest ein grobes Bild davon zeichnet, wie sich die home24-Gruppe entwickelt hätte, wenn Butlers bereits seit 1. Januar 2021 Teil des Konzerns gewesen wäre. Auswirkungen ergeben sich dabei nur auf die Jahre 2021 und 2022. Das Jahr 2023 entspricht dagegen unverändert den oben bereits dargestellten Zahlen.

Die folgende Übersicht zeigt unsere überschlägige Pro-Forma-Gewinn- und Verlustrechnung:

	2021 Pro-forma	2022 Pro-forma	2023 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	709.334	620.406	544.114
EBITDA (bereinigt)	19.127	12.537	21.667
EBIT (bereinigt)	-23.961	-43.792	-35.933

Die Umsatzerlöse weisen eine deutlich rückläufige Entwicklung auf. Die durchschnittliche jährliche Veränderung (CAGR 2021 bis 2023) beläuft sich auf rund -12,4 %. Einem bereinigten EBITDA zwischen rund EUR 12,5 Mio. und EUR 21,4 Mio. stehen durchgängig deutlich negative EBITs zwischen EUR 24,0 Mio. und EUR 43,2 Mio. gegenüber. Insgesamt hat die Pro-Forma-Berücksichtigung der Butlers-Gruppe im Jahr 2021 zu einer leichten Ergebnisverbesserung geführt, während das EBIT des Jahres 2022 um rund EUR 6,0 Mio. schlechter ausfällt.

5.2. Planungsrechnung

a) Beschreibung des Planungsprozesses

Der jährliche Planungsprozess der home24 SE beginnt im Oktober mit Simulationen für die Umsatzentwicklung des jeweiligen Folgejahres. Die Gesellschaft verwendet hierzu ein selbstentwickeltes Forecasting-Modell, mit dem unter Berücksichtigung historischer Trendentwicklungen, Saisonalitäten sowie ergänzender Annahmen insbesondere zur Margenentwicklung, strategischen Initiativen und Marketingausgaben Absatzprognosen auf Ebene einzelner Artikelgruppen erstellt und finanzielle Kenngrößen abgeleitet werden. Soweit den Planungsverantwortlichen darüber hinaus konkrete Erkenntnisse vorliegen, die sich in dem Forecasting-Modell nicht niederschlagen oder diesem widersprechen, werden einzelne Planungsparameter ergänzt. Auf diese Weise wird für die home24 (ohne Marktplatzgeschäft) das Auftragsvolumen des kommenden Jahres prognostiziert, das im Folgenden die Grundlage für Absatzprognosen sowie die daraus abgeleitete Umsatzplanung des home24-Geschäfts darstellt. Über ergänzende Annahmen z.B. hinsichtlich der Menge an zu erwartenden Retouren werden weitere Umsatzbestandteile wie z.B. das Outlet-Geschäft (sog. „Secondary Business“) geplant.

Ausgehend von dem so ermittelten Mengengerüst werden im Rahmen des Prognosemodells zahlreiche weitere operative Kenngrößen wie z.B. die erwartete Anzahl an Paketen unterschiedlicher Größe oder Kundenserviceanfragen, aber auch Einschätzungen zum Lager- und Vorratsbedarf für das kommende Jahr dargestellt. Hieraus ergeben sich Prognosen über operative Aufwendungen wie Logistikkosten, Lagerpersonal oder Kosten der Zahlungsabwicklung. Parallel hierzu werden die Gemeinkosten (insb. Personal, Verwaltungskosten) auf Ebene einzelner Kostenstellen für das Budgetjahr geplant.

Die simulationsgestützte Modellierung wird im Laufe des vierten Quartals regelmäßig wiederholt, um die Erkenntnisse aus dem „Black Friday“ und dem Weihnachtsgeschäft einbeziehen zu können. Ende November/Anfang Dezember erfolgt eine Präzisierung mit den jüngsten Erkenntnissen, die schließlich zum Budget der home24 für das Folgejahr führt. Dieses wird um umsatz- und kostenseitige Annahmen zum Marktplatzgeschäft ergänzt. Neben der Gewinn- und Verlustrechnung umfasst das Budget zudem eine Planbilanz und Plan-Cashflowrechnung für den Zeitraum von einem Jahr.

Parallel zum Planungsprozess der home24 erfolgt die Budget-Planung der Konzern-Töchter Butlers und Mobly. Die Planung von Butlers wird zunächst nach HGB erstellt und anschließend vom home24-Controlling auf eine IFRS-Darstellung übergeleitet. Das Budget für das jeweils kommende Jahr wird dabei auf Ebene von Vertriebskanälen und Filialen abgeleitet. Auf Monatsbasis werden hierzu vom Butlers-Management zentrale Planungsparameter wie Umsatzentwicklung je

Vertriebskanal und Bruttomargen prognostiziert und anschließend auf die einzelnen Filialen heruntergebrochen. Konkret absehbare Maßnahmen (z.B. Veränderungen in der Filialanzahl oder zentrale Marketingaktionen) werden hierbei berücksichtigt. Wesentliche Kostenpositionen der Filialen (insb. Miete und Personal) werden auf Filialebene dezentral geplant und anschließend auf Butlers-Ebene verdichtet. Das Budget wird anschließend zwischen dem Butlers-Management und dem home24-Vorstand diskutiert.

Bei der brasilianischen Mobly erfolgt die Umsatzplanung für das Budgetjahr auf Ebene einzelner Vertriebskanäle. Sie wird um eine Prognose der Umsatzkostenquoten für verschiedene Einkaufsquellen sowie eine Planung der weiteren operativen Kosten ergänzt. Ausgangspunkt ist i.W. das letzte Geschäftsjahr, das um Annahmen zur Markt- und Preisentwicklung sowie konkrete strategische Initiativen ergänzt wird. Die Planung erfolgt dabei auskunftsgemäß autark durch das Mobly-Management, home24 macht hierzu keine zentralen Vorgaben. Eine Verprobung der Mobly-Planung erfolgt durch deren Aufsichtsrat, dem auch Vertreter von home24 angehören. Auf Ebene der home24 erfolgt eine Umrechnung der in BRL erstellten Mobly-Planung in EUR sowie eine Überführung in das Berichtsschema der home24-Gruppe.

Das vorliegende Budget für das Geschäftsjahr 2024 berücksichtigt die im Konzernabschluss der home24 angewendeten IFRS-Standards und umfasst für alle Teilkonzerne eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Planbilanz und Plan-Cashflowrechnung auf Monatsbasis. Vor dem Hintergrund der insgesamt zwar immer noch geringfügigen, in jüngerer Zeit aber zunehmenden Leistungsverflechtungen zwischen home24 und Butlers erfolgte für das Budget 2024 erstmalig eine vereinfachte Konsolidierung.

Das Budget der home24-Gruppe wird Anfang bis Mitte Dezember vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt. Für die vorliegende Planung erfolgte dies am 19. Dezember 2023. Im Regelfall erstellt home24 quartalsweise Forecast-Rechnungen auf Basis der bereits realisierten Ist-Zahlen der abgelaufenen Monate. Im ersten und zweiten Quartal 2024 hat der Vorstand allerdings auf die formale Erstellung eines Forecasts für das laufende Jahr verzichtet. Ein für Zwecke der Aufsichtsratsinformation erstellter interner Ausblick von Anfang Juli 2024 zeigt allerdings eine Untererfüllung sowohl der Umsatzziele als auch der EBITDA-Erwartungen des Budgets an, was i.W. aus einer schwächeren Kundennachfrage resultiert, die sich entsprechend im Ergebnis niederschlägt.

Im Gegensatz zum Budgetjahr (hier: 2024) besteht im home24-Konzern keine eigenständige bzw. verabschiedete Mehrjahres-Konzernplanung. Lediglich für Zwecke der jährlich durchzuführenden Impairment Tests erstellt das home24-Controlling im ersten Quartal des Budgetjahres in Abstimmung mit dem Vorstand für die Geschäftsbereiche home24 und Butlers eine auf pauschalen Annahmen insbesondere zu Umsatz, Marge und Kosten basierende Mehrjahresplanung (bestehend aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, Planbilanz und Plan-Cashflowrechnung) für die vier auf das Budgetjahr folgenden Jahre (hier: 2025 bis 2028). Ergänzend hierzu hat das Management

von Mobly für Zwecke der Bankenfinanzierung eine Mehrjahresplanung für den Zeitraum 2024 bis 2030 erstellt, die i.W. auf pauschalen Annahmen zur Entwicklung verschiedener operativer Kenngrößen des Umsatzbereichs sowie über Margen und Kosten beruht. Diese Mehrjahresplanung, die ebenfalls eine Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, Planbilanz und Plan-Cashflowrechnung umfasst, findet auch Eingang in den jährlichen Impairment Test der home24. Eine Summierung bzw. Konsolidierung der Mehrjahresplanungen erfolgt seitens der Gesellschaft nicht. Auch erfolgt keine explizite Verabschiedung oder Kenntnisnahme der Mehrjahresplanung durch Aufsichtsgremien der home24, allerdings werden die wesentlichen Annahmen mit dem Aufsichtsrat diskutiert und von diesem über die Feststellung des Jahresabschlusses implizit „beschlossen“.

Unserer Unternehmensbewertung haben wir die einzelnen Mehrjahresplanungen der drei Teilkonzerne (home24 inkl. Marktplatz, Butlers und Lateinamerika) bis zum EBITDA zugrunde gelegt und zu einer Konzernplanung verdichtet. Vor dem Hintergrund der nur geringen Leistungsverflechtungen zwischen den Teilkonzernen haben wir für die Jahre ab 2025 eine pauschale Fortschreibung des im Budget 2024 vom Vorstand angesetzten Konsolidierungsbetrags vorgenommen.

Die ursprünglich in Brasilianischen Reals erstellte Planungsrechnung des Segments Lateinamerika haben wir auf der Grundlage gutachterlich ermittelter Prognosewechselkurse in Euro umgerechnet (vgl. hierzu Abschnitt 5.2.c)). Zudem haben wir Synergien aus dem Zusammenschluss von Mobly mit dem brasilianischen Wettbewerber Tok&Stok additiv auf die Stand-alone-Planung von Mobly aufgeschlagen. Tok&Stok ist hoch verschuldet, so dass sich die Kapitalkosten des kombinierten Unternehmens nach Vollzug der Transaktion aufgrund der hohen Verschuldung gegenüber der Stand-alone-Betrachtung von Mobly deutlich erhöhen.

Die Abschreibungen, das Finanzergebnis sowie die Ertragsteuern haben wir in Abstimmung mit dem Vorstand ebenso gutachterlich in einem integrierten Planungsmodell ergänzt wie die Anteile nicht beherrschender Gesellschafter. Um den unterschiedlichen Planungshorizont der Teilkonzerne home24 und Butlers (bis 2028) einerseits und Mobly (bis 2030) andererseits Rechnung zu tragen, haben wir in Abstimmung mit dem Vorstand eine Verlängerung der home24- und Butlers-Planung auf Basis pauschaler Annahmen für die Jahre 2029 und 2030 vorgenommen. Die Bilanzplanung haben wir unter Berücksichtigung der in den Teilkonzernplanungen getroffenen Prämissen aus der Konzernbilanz der home24-Gruppe zum 31. Dezember 2023 abgeleitet.

Die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung umfasst somit die Jahre 2024 bis 2030 und basiert - bis auf die Ergänzung um die Jahre 2029 und 2030 in den Segmenten home24 und Butlers sowie der Berücksichtigung von Synergien im Segment Lateinamerika - auf dem regulären Planungsprozess aus dem vierten Quartal 2023.

b) Plan-Ist-Vergleich

Historische Planungsrechnungen spiegeln die damaligen Erwartungen des Managements zur Entwicklung des Unternehmens wider. Diese sind nicht unabhängig von dem mit der Planung verfolgten Zweck. Dieser kann auch darin bestehen Zielgrößen zu definieren. Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann zu einer Einschätzung darüber führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren.¹²⁹ Neben Plan-Ist-Vergleichen für mehrere Einzeljahre kann auch ein Vergleich der letzten jeweiligen Mehrjahresplanungen durchgeführt werden.

Zur Analyse der Planungstreue haben wir auf **Konzernebene** die jeweils zum Ende der Geschäftsjahre 2019 bis 2022 erstellten Budgets für die Geschäftsjahre 2020 bis 2023 den jeweiligen (bereinigten) Ist-Zahlen gegenübergestellt.

Darüber hinaus haben wir eine Mehrjahresbetrachtung vorgenommen. Da uns keine Mehrjahresplanung auf Konzernebene vorliegt und die Integration von Butlers erst im April 2022 erfolgte, haben wir hierzu auf **Ebene des europäischen Teilsegments home24** sowie auf **Ebene des Segments LatAm** die innerhalb der Impairment-Tests 2019 bis 2022 enthaltenen Mehrjahresplanungen soweit möglich den jeweiligen (bereinigten) Ist-Zahlen gegenübergestellt.

Ermittelt wurden dabei jeweils die Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse sowie des Adjusted EBITDA. Die linke Spalte unserer nachfolgenden Übersichten bezeichnet hierbei immer das Jahr der Planungserstellung (z. B. 2019) für die sich jeweils anschließenden Planungsjahre (in diesem Fall somit 2020 bis 2024¹³⁰). Grüne Felder zeigen eine Planübererfüllung an, rote Felder eine negative Planabweichung. Für Umsatzerlöse geben wir die Abweichung jeweils in % des Planwerts an. Für das Adjusted EBITDA stellen wir die Plan-Ist-Abweichungen dagegen in absoluten Euro-Beträgen dar. Hintergrund hierfür ist zum einen die Vermengung von positiven (i.d.R. im Rahmen der Plan-Ergebnisse) und negativen (i.d.R. bei den Ist-Ergebnissen) Vorzeichen sowie zum anderen der Umstand, dass einzelne Plan-EBITDAs vergleichsweise nahe bei null liegen, wodurch relative (d.h. in Prozentzahlen) bemessene Abweichungen hiervon schnell sehr hohe Prozentwerte annehmen, ohne dass dies eine wesentliche absolute Abweichung indizieren muss.

Für die einjährige Betrachtung stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen bei den **Umsatzerlösen** auf **Konzernebene** (in % des Planwerts) wie folgt dar:

¹²⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS).

¹³⁰ Unsere Analyse kann dabei naturgemäß nur den Zeitraum bis einschließlich des letzten Ist-Jahres, hier also 2023, umfassen.

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr			
		2020	2021	2022	2023
Planung	2019	11,3%			
	2020		-1,0%		
	2021			-15,5%	
	2022				-17,7%

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse zeigt, dass die tatsächlichen Umsatzerlöse des Jahres 2020 um rund 11 % über den Ende 2019 für das Jahr 2020 geplanten Umsatzerlöse lagen. Dies ist maßgeblich auf eine unerwartet hohe Nachfrage im Onlinemöbelmarkt als Folge der Corona-bedingten Ladenschließungen zurückzuführen. Der im Jahr 2020 geplante Umsatz für das Jahr 2021 wurde mit 1 % nur minimal verfehlt. Hier führten gestiegene Containerkosten und Engpässe bei den Lieferkapazitäten zu Verwerfungen in der Supply Chain, was wachstumshemmend wirkte.

Der im Jahr 2021 für das Jahr 2022 sowie der im Jahr 2022 für das Jahr 2023 geplante Umsatz weist dagegen mit -15 % bzw. -18 % deutliche Planverfehlungen auf. Hintergrund der Planabweichungen in den Jahren 2022 und 2023 war insbesondere die Konsumrückhaltung infolge des Ukraine-Krieges.

Auf der Ebene des **Konzern-Adjusted EBITDA** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen der Einjahresbetrachtung in Mio. Euro wie folgt dar:

Δ Adj. EBITDA (EUR Mio.)		Planjahr			
		2020	2021	2022	2023
Planung	2019	9,4			
	2020		-32,1		
	2021			-14,4	
	2022				-13,3

Die mit rund EUR 9,4 Mio. positive Planabweichung im Jahr 2020 ist wie bei den Umsatzerlösen insbesondere auf den bei Planerstellung nicht antizipierbaren Anstieg der Nachfrage infolge der Corona-Pandemie zurückzuführen. Anders als bei den Umsatzerlösen ist im Jahr 2021 beim Adjusted EBITDA dagegen eine deutliche Planverfehlung um rund EUR 32,1 Mio. festzustellen. Dies geht maßgeblich auf Verteuerungen bei der Warenbeschaffung als Folge von Lieferkettenengpässen zurück. In den Jahren ab 2022 ist die ergebnisseitige Untererfüllung dagegen insbesondere auf den nicht erreichten Plan-Umsatz zurückzuführen.

Ergänzend haben wir eine Analyse der Plan-Ist-Abweichungen auf Basis einer **Mehrjahresbetrachtung** auf Ebene der Segmente LatAm und home24 (ohne Butlers) durchgeführt. Da Butlers erst im Laufe des Jahres 2022 in den home24-Konzern integriert wurde, ist eine Mehrjahresanalyse hier weder möglich noch aussagekräftig. Wir haben unsere Analyse für Butlers daher auf das Jahr 2023 begrenzt (siehe nachstehend).

Auf der Ebene der Umsatzerlöse stellen sich die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen des **Segments home24** (ohne Butlers) wie folgt dar:

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr			
		2020	2021	2022	2023
Planung	2019	16,9%	31,0%	-13,8%	-37,3%
	2020		2,8%	-29,4%	-46,4%
	2021			-30,0%	-48,5%
	2022				-14,3%

Die deutlich positive Planabweichung im Jahr 2020 und 2021 (erstes und zweites Planjahr der Planung aus Ende 2019) ist insbesondere auf den nicht antizipierten Anstieg der Nachfrage infolge der Corona-Pandemie zurückzuführen. Für die Jahre 2022 und 2023 setzte sich der positive Trend hingegen nicht fort. Dementsprechend konnte keine der erhofften Umsatzplanungen erreicht werden.

Auf der Ebene des **Adjusted EBITDA** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen des **Segments home24** (ohne Butlers) in Mio. Euro wie folgt dar:

Δ Adj. EBITDA (EUR Mio.)		Planjahr			
		2020	2021	2022	2023
Planung	2019	11,9	-15,3	-37,1	-45,4
	2020		-23,0	-37,5	-46,1
	2021			-24,0	-29,5
	2022				-7,6

Die corona-bedingt überraschend positive Entwicklung führte im Jahr 2020 zu einer Übererfüllung des damaligen Budget-EBITDAs. In allen übrigen Planungen und Planjahren wurde der erhoffte EBITDA jedoch (z.T. deutlich) verfehlt. Dies geht neben den fehlenden Umsätzen auch auf nicht vorhersehbare Kostensteigerungen als Folge von Lieferkettenengpässen und hohen Inflationsraten nach Beginn des Ukrainekrieges zurück.

Für das **Segment LatAm** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen auf Ebene der **Umsatzerlöse** in % der Planwerte wie folgt dar:

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr			
		2020	2021	2022	2023
Planung	2019	-4,8%	-17,2%	-30,8%	-54,8%
	2020		-19,1%	-36,8%	-59,0%
	2021			-17,2%	-52,6%
	2022				-26,2%

Für keine der Planungen konnte das Segment LatAm die geplanten Umsatzerlöse erreichen. Insbesondere bei längeren Betrachtungshorizonten steigen die Umsatzverfehlungen z.T. auf über 50 %. Dies geht vor allem darauf zurück, dass die von der Gesellschaft unterstellte Steigerung des Online-Anteils („Online-Penetration“) im Möbelmarkt langsamer eingetreten ist als bei anderen Märkten (wie bspw. dem Modemarkt) und vom Management erhofft. Insoweit stand hinter den historischen Umsatzplanungen in der Vergangenheit auch das strategische Ziel einer raschen Erreichung der Gewinnzone, welches das Segment LatAm bislang allerdings nicht erfüllen konnte.

Auf der Ebene des **Adjusted EBITDA** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen des **Segments LatAm** in Mio. Euro wie folgt dar:

Δ Adj. EBITDA (EUR Mio.)		Planjahr			
		2020	2021	2022	2023
Planung	2019	-6,7	-10,8	-14,8	-16,7
	2020		-7,7	-14,8	-18,8
	2021			-3,6	-10,2
	2022				1,3
Durchschn. Δ		1. Planjahr -4,2	2. Planjahr -11,9	3. Planjahr -16,8	4. Planjahr -16,7

Im Budgetjahr 2023 konnte das Segment LatAm das geplante adj. EBITDA leicht übererfüllen. In allen anderen Planjahren ist hingegen eine Planverfehlung zu erkennen, die maßgeblich auf fehlende Umsatzerlöse zurückzuführen sind.

Die Analyse der Plan-Ist-Abweichungen auf Basis einer Mehrjahresbetrachtung auf Ebene von Mobly und home24 (ohne Butlers) zeigt, dass die Planungsgüte umso geringer wird, je weiter das Planjahr in der Zukunft liegt und - abgesehen von dem positiven Sondereffekt der Corona-Lock-downs - ganz überwiegend die Planzahlen (z.T. deutlich) verfehlt wurden.

Die Analyse der Plan-Ist Abweichung auf Ebene von **Butlers** führt zu folgenden Ergebnissen. Da Butlers zum Zeitpunkt der Erstellung des Budgets im November 2021 noch nicht Teil des home24-Konzerns war, ist im Folgenden lediglich die Plan-Ist Abweichung des Jahres 2023 dargestellt.

Planung			Planjahr 2023
Δ Umsatzerlöse (%)	2022		-9,9%
Δ Adj. EBITDA (EUR Mio.)	2022		-6,6

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse zeigt, dass die in der Planung aus dem Jahr 2022 für das Jahr 2023 geplanten Umsatzerlöse um rund 10 % verfehlt wurden. Damit einhergehend wurde auch das Adjusted EBITDA um rund EUR 6,6 Mio. (bzw. rund 30 %) verfehlt. Letzteres geht vor allem auf deutliche Mietkostensteigerungen als Folge indexgekoppelter Mietverträge i.V.m. den hohen Inflationsraten seit Beginn des Ukraine-Krieges zurück. Daneben führten Lohn- und Gehaltssteigerungen sowie die Erhöhungen des gesetzlichen Mindestlohns zu deutlichen Personalkostenzuwächsen, die bei gleichzeitig gesunkenen Umsätzen nicht kompensiert werden konnten.

Im Ergebnis belegt unsere Analyse der Plan-Ist-Abweichungen einen eher strategischen Charakter der historischen Planungsrechnungen. Die Planungen zeichnen sich durch einen hohen Ambitionsgrad aus, der insbesondere dem Managementanreizsystem geschuldet ist, in der Realität aus den verschiedensten - insbesondere marktseitigen - Gründen allerdings regelmäßig nicht erreicht werden konnte. Nach den uns erteilten Auskünften hat die Gesellschaft zwischenzeitlich, wenn auch langsamer als ursprünglich erhofft, zahlreiche Fortschritte bei der Umsetzung der langfristig erhofften Maßnahmen gemacht. Dadurch sollte sich u.E. die Planungsgüte der Gesellschaft in der Zukunft verbessern.

c) Wechselkursprognose

Die home24-Gruppe umfasst mit dem brasilianischen Tochterunternehmen Mobly einen Geschäftsbereich, der seine Aktivitäten in fremder Währung abwickelt. Nach den uns erteilten Auskünften agiert Mobly fast vollständig im brasilianischen Währungsraum. Allenfalls besteht nach Einschätzung des Vorstands ein vernachlässigbares US-Dollar-Risiko, das wir im Rahmen unserer Bewertung aus Wesentlichkeitsgründen nicht weiter betrachtet haben. Zwischen der home24 und Mobly gibt es auch keine wesentlichen Verrechnungen in Euro.

Die Planungsrechnung des Segments LatAm wurde in Brasilianischen Real erstellt. Insoweit ist für Zwecke der Integration des Segments LatAm in die Konzernplanung eine Umrechnung der Planungsrechnung in Euro erforderlich.

Die Gesellschaft hat für Zwecke des Konzern-Budgets für das Planjahr 2024 den Kassawechselkurs aus dem Oktober 2023 in Höhe von BRL/EUR 5,35 angesetzt. Da seitens home24 für die weiteren Planjahre keine Planungsrechnung auf Konzernebene erstellt wurde, liegt auch keine Wechselkursprognose der Gesellschaft vor. Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir daher eine eigenständige Prognose des BRL/EUR-Wechselkurses vorgenommen.

Für die Bestimmung von zukünftigen Wechselkursen gibt es derzeit keinen überlegenen theoretischen Ansatz¹³¹. Neben der Kaufkraftparität kommt auch der Zinsparität, die den sog. „Terminkursen“ oder „Forward Rates“ zugrunde liegt, sowie einer Vielzahl weiterer möglicher fundamentalanalytischer Kausalzusammenhänge eine Bedeutung zu. Letztere spiegeln sich in den von Finanzanalysten für ihre Wechselkursprognose verwendeten Analysemodellen wider¹³².

Zur Prognose der Planwechselkurse haben wir für das Währungspaar BRL/EUR Prognosekurse auf Basis von Inflationsunterschieden (relative Kaufkraftparität), Terminkursen (Zinsparität) und Analystenschätzungen (Fundamentalm Modelle) ermittelt. Dabei gilt grundsätzlich: Je höher die Wechselkurs-Zahl, desto geringer sind die in Euro ausgedrückten Umsatzerlöse und Gewinne (bzw. Verluste).

Unter den gewählten Prognoseansätzen weichen Terminwechselkurse nach unseren Analysen deutlich von den beiden übrigen Methoden ab. Wir haben aus diesem Grund im vorliegenden Fall ab dem Planjahr 2025 von einer Berücksichtigung der Terminwechselkurse bei der Prognose der Wechselkurse abgesehen. Die angesetzten Planwechselkurse ab dem Planjahr 2025 ergeben sich damit vorliegend aus Inflationsunterschieden und Analystenschätzungen. Sie liegen im Planungszeitraum zwischen BRL/EUR 5,80 (2024) und BRL/EUR 6,59 (2028 ff.).

¹³¹ Vgl. IDW, F&A zu IDW S 1 i.d.F. 2008, IDW Life 6/2022, Abschnitt 5.

¹³² Vgl. hierzu Schultheiß/Schultze, Wechselkurse in der Unternehmensbewertung, WPg 2018, S. 155, 157 ff.

d) Planungsrechnung der home24 SE

Operative Planung

Die folgende Übersicht stellt die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der home24 SE für die Planjahre 2024 bis 2030 sowie das letzte Ist-Jahr 2023 dar:

	Ist GJ23	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	CAGR 23-30
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Umsatzerlöse	544.114	575.056	618.535	666.729	718.832	774.392	830.556	888.132	7,3%
Umsatzkosten	267.208	267.867	285.440	305.424	327.624	351.451	377.364	403.874	6,1%
Bruttoergebnis vom Umsatz	276.906	307.189	333.095	361.304	391.208	422.942	453.192	484.258	8,3%
Fulfilmentkosten	77.505	77.236	81.687	87.484	93.877	101.122	108.154	115.230	5,8%
Marketingausgaben	78.083	84.679	89.210	95.135	101.435	108.132	115.894	123.755	6,8%
Vertriebs- und Verwaltungskosten	99.651	100.828	100.493	103.524	107.290	111.327	117.860	124.711	3,3%
EBITDA	21.667	44.445	61.704	75.161	88.606	102.361	111.284	120.562	27,8%
Abschreibungen	57.600	54.337	51.631	45.951	47.872	50.229	51.512	52.187	-1,4%
EBIT	-35.933	-9.892	10.073	29.210	40.734	52.132	59.773	68.375	n/a
Wachstum									
Gesamtleistung	-9,5%	5,7%	7,6%	7,8%	7,8%	7,7%	7,3%	6,9%	
EBIT	-4,8%	-72,5%	n/a	190,0%	39,5%	28,0%	14,7%	14,4%	
in % der Umsatzerlöse									
Umsatzkosten	49,1%	46,6%	46,1%	45,8%	45,6%	45,4%	45,4%	45,5%	
Bruttoergebnis vom Umsatz	50,9%	53,4%	53,9%	54,2%	54,4%	54,6%	54,6%	54,5%	
Fulfilmentkosten	14,2%	13,4%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%	
Marketingausgaben	14,4%	14,7%	14,4%	14,3%	14,1%	14,0%	14,0%	13,9%	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	18,3%	17,5%	16,2%	15,5%	14,9%	14,4%	14,2%	14,0%	
EBITDA	4,0%	7,7%	10,0%	11,3%	12,3%	13,2%	13,4%	13,6%	
EBIT	-6,6%	-1,7%	1,6%	4,4%	5,7%	6,7%	7,2%	7,7%	

Für die Umsatzerlöse wird bis zum Jahr 2030 ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR 2023-2030) von 7,3 % geplant. In absoluten Zahlen entspricht dies einem Anstieg von rund EUR 544,1 Mio. auf rund EUR 888,1 Mio. Das EBITDA soll sich im gleichen Zeitraum fast verfünffachen von rund EUR 21,7 Mio. auf rund EUR 120,6 Mio. Das EBIT steigt planerisch von EUR -35,9 Mio. um rund EUR 104,3 Mio. auf EUR 68,4 Mio. an. Die EBIT-Marge zum Ende des Detailplanungszeitraums liegt damit bei 7,7 % der Umsatzerlöse.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Aufgliederung der **Umsatzerlöse** auf die Segmente home24, Butlers und LatAm. Im Oktober 2023 hat die Gesellschaft die Online-Shops der Segmente Butlers und home24 zusammengelegt und weist seither die damit verbundenen Online-Außenumsätze mit Butlers-Produkten im Segment home24 aus¹³³. Aus Gründen der Vergleichbarkeit mit der Planungsrechnung haben wir deshalb auch eine überschlägige Umgliederung der Online-Umsätze beider Segmente für den Zeitraum Januar bis September 2023 vorgenommen¹³⁴.

	2023 Ist	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	CAGR 23-30
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	%
home24	351.729	378.298	408.852	441.560	476.885	515.035	548.513	581.424	7,4%
Butlers	95.277	97.265	100.183	103.189	106.285	109.473	112.210	114.454	2,7%
LatAm	102.627	106.244	116.454	129.143	143.041	157.483	177.623	200.200	10,0%
Konsolidierung	-5.519	-6.752	-6.955	-7.163	-7.378	-7.600	-7.790	-7.945	5,3%
home24-Gruppe	544.114	575.056	618.535	666.729	718.832	774.392	830.556	888.132	7,3%

Wachstum

home24	7,6%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	6,5%	6,0%
Butlers	2,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
LatAm	3,5%	9,6%	10,9%	10,8%	10,1%	12,8%	12,7%
home24-Gruppe	5,7%	7,6%	7,8%	7,8%	7,7%	7,3%	6,9%

Das umsatzmäßig wichtigste **Segment home24** weist im Budget für das laufende Jahr 2024 ein erwartetes Wachstum um rund 7,6 % auf. Dies geht zum einen auf eine deutliche Umsatzsteigerung des eigenen Webshops um rund 5 % zurück. Dahinter steht die Annahme, dass sich das Marktumfeld nach zuletzt zwei Jahren rückläufiger Umsatzerlöse im Vergleich zu Ende 2023 nicht wesentlich verändern wird, durch die weiterhin anhaltende Verschiebung hin zum Online-Markt allerdings gegenüber 2023 höhere Umsätze erzielt werden können. Auf Basis der aktuellen Entwicklung in den ersten sieben Monaten des Jahres 2024 stellt sich diese Annahme jedoch als ambitioniert dar.

Neben dem Wachstum im eigenen Webshop geht das Budget für 2024 als Folge einer weiteren Ausweitung des Produktsortiments und der Aufnahme weiterer Anbieter von einer weiteren deutlichen Ausweitung des home24-Marktplatzgeschäfts aus. In diesem Bereich erwartet das Management ein signifikantes Umsatzwachstum im Vergleich zu 2023. Darüber hinaus profitiert home24 hier von einer leichten Erhöhung der Provisionssätze.

¹³³ Der Verkauf der Butlers-Produkte an den Endkunden erfolgt über home24, die diese von Butlers bezieht. Im Segment Butlers verbleiben daher nur noch die Umsätze, die Butlers mit home24 macht (sog. Intercompany-Umsätze).

¹³⁴ Im Geschäftsbericht der home24 werden die Umsatzerlöse des Segmentes Europa bereits nach Konsolidierungen der Leistungsbeziehungen zwischen den Teilbereichen home24 und Butlers dargestellt. Daher weicht der dort gezeigte Umsatz des Segmentes Europa von der hier dargestellten Summe aus home24 und Butlers ab. Gegenläufig ergibt sich eine Abweichung zu dem im Geschäftsbericht gezeigten Konsolidierungsbetrag.

Insgesamt liegen die Umsatzerlöse des Segments home24 per Ende Juli um rund 6 % unter dem Vorjahresvergleichswert und noch stärker hinter dem Budgetwert.

Für den Zeitraum ab 2025 bis 2028 geht die Planungsrechnung grundsätzlich von einem Umsatzwachstum um 8,0 % p.a. aus. Nach Einschätzung des Managements ist für diesen Zeitraum nicht mehr mit einer wesentlich anderen Entwicklung im Marktplatzgeschäft zu rechnen, so dass sich beide Bereiche (eigener Webshop und Marktplatz) simultan entwickeln. Dass das Wachstum wie vorstehend dargestellt im Jahr 2025 mit 8,1 % leicht über dem Wert von 8,0 % liegt, geht auf einen Ganzjahreseffekt aus der 2024 erfolgten Margenerhöhung im Marktplatzgeschäft zurück. Im anschließenden Zeitraum ab 2029 wurden sukzessive rückläufige Wachstumsraten von 6,5 % und 6,0 % unterstellt, die sich an der langfristigen Entwicklung des westeuropäischen Online-Möbelmarkts (vgl. Abschnitt 2.2.b)ab) sowie die nachfolgende Übersicht) orientieren.

Begründet wird das deutliche geplante Wachstum im Segment home24 mit der Annahme einer weiteren Verschiebung des Möbelmarktes hin zum Online-Bereich, an dem die Gesellschaft partizipieren möchte. Vergleicht man die Umsatzwachstumsraten der Planungsrechnung mit den bis 2028 vorliegenden Erwartungen von Euromonitor für die Region Westeuropa (vgl. Abschnitt 2.2 b)ba)), so weist das Segment home24 (mit Ausnahme von 2024) durchgängig ein etwas stärkeres Wachstum auf:

	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	CAGR 23-28
	in %	in %	in %	in %	in %	%
Umsatzwachstum Segment home24	7,6%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%
Marktwachstum Euromonitor Westeuropa	9,2%	6,9%	6,5%	6,7%	6,5%	7,1%

Ab 2025 liegen die Wachstumsraten des Segments home24 um etwa 1,2 bis 1,5 Prozentpunkte über der erwarteten Marktentwicklung. Berücksichtigt man, dass in den Umsatzzahlen auch das eher dem stationären Handel zuzurechnende Outlet-Geschäft enthalten ist, ist der Abstand sogar noch etwas höher.

Das über die Marktentwicklung hinausgehende Umsatzwachstum spiegelt die Erwartung des Vorstands wider, vor allem durch technologische Innovationen sowie durch eine weitergehende Optimierung des Produktsortiments und weitere Maßnahmen zusätzliche Wachstumsimpulse zu generieren¹³⁵. Zu letzteren zählen auch Ansätze wie die stärkere Monetarisierung der eigenen Website, etwa indem Werbebanner an externe Werbetreibende verkauft wird oder in Form des sog.

¹³⁵ Diesbezüglich ist darauf hinzuweisen, dass in der Marktbetrachtung von Euromonitor technologische Innovationen wie „Augmented Reality“ bereits berücksichtigt sind und diese insoweit keinen über das Marktwachstum hinausgehenden Wachstumsfaktor darstellen (vgl. Abschnitt 2.2.b)ab)).

„Sponsored Listings“ im Marktplatzgeschäft, bei dem Drittanbieter ihre Positionierung in der Trefferliste gegen Bezahlung optimieren können.

Ein weiterer Ansatz liegt in der Ausweitung des Produktangebots in günstigere Preissegmente, was sich nach Einschätzung des Vorstands durch den Einstieg von XXXLutz in einem gewissen Umfang rentieren könnte. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass dies zu einer Kannibalisierung der bislang über den home24-Marktplatz angebotenen Produkte führen würde.

Darüber hinaus ist zu erwarten, dass home24 von der Marketingkraft der XXXLutz profitieren wird, etwa in Form von Werbeflyern oder der Nutzung von Präsentationsflächen in einzelnen XXXLutz-Filialen. Die Planungsrechnung berücksichtigt den hieraus erhofften Zuwachs allerdings nicht „brutto“ in Form höherer Umsatzerlöse und Wareneinsatz- und Handlingkosten, sondern „netto“ in Form einer reduzierten Marketingkostenquote (vgl. hierzu nachstehend). Insoweit ist zwar der Ergebniseffekt dieser Zusammenarbeit vollumfänglich in der Planungsrechnung enthalten, die in der Planung explizit berücksichtigten Umsätze liegen aber unter dem implizit enthaltenen Niveau.

Das **Segment Butlers** zeigt im Jahr 2024 zunächst einen Anstieg um 2,1 %, gefolgt von jährlichen Wachstumsraten in Höhe von 3,0 % p.a. bis zum Jahr 2028. Ab 2029 wurde ein sukzessives Abschmelzen der Wachstumsrate auf 2,5 % bzw. 2,0 % unterstellt.

Für 2024 geht das Management grundsätzlich von einer im Vergleich zum Vorjahr stabilen Geschäftsentwicklung aus, die im Zeitraum April bis Oktober jedoch positiv durch Vertriebskampagnen zum 25. Butlers-Jubiläum unterstützt wird (allerdings auf Kosten der erzielbaren Marge). Insbesondere hieraus, aber auch durch einen geringfügigen Zuwachs bei den eigenen Filialen weist die Planung im inländischen Filialgeschäft für 2024 ein Wachstum von rund 2,8 % auf. Dagegen wurden die übrigen Vertriebskanäle mit Ausnahme des Großhandelsgeschäfts leicht rückläufig geplant. Im Franchisegeschäft ist dies auf die Schließung zweier Filialen zurückzuführen, denen keine Neueröffnungen gegenüberstehen. In dem bei Butlers verbliebenen Onlinegeschäft ist für 2024 ein temporärer Rückgang zu erwarten, der auf die SAP-Umstellung bei Butlers und die damit verbundenen temporär fehlende Anbindung an externe Marktplätze zurückgeht. In dem betragsmäßig allerdings eher untergeordneten Großhandelsgeschäft wurde dagegen nach zuletzt eher unterdurchschnittlichen Jahren wieder eine Rückkehr auf das höhere historische durchschnittliche Umsatzniveau geplant. Per Ende Juli 2024 zeigt die Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr auch für das Segment Butlers eine Untererfüllung der Planungsrechnung. Das Umsatzniveau liegt um über 10 % unter dem Vorjahresniveau und somit auch deutlich unter dem Budgetwert für 2024.

Für den Zeitraum ab 2025 liegt keine weitere Aufgliederung der Umsatzerlöse vor. Vergleicht man die unterstellte Wachstumsrate von 3 % p.a. mit der Entwicklung des gesamten Möbel- und Homedekor-Markts in Westeuropa (vgl. Abschnitt 2.2.b)ab)), so liegt die Umsatzerwartung mit +3 %

p.a. deutlich über der Marktentwicklung (CAGR 2023 bis 2028: +1,8 % p.a.), wobei letztere auch einen signifikanten Anteil an Online-Geschäft enthält, während Butlers (insb. nach der Umgliederung des eigenen Webshops in das Segment home24) vor allem als stationärer Händler tätig ist. Das Management von Butlers geht nach den uns erteilten Auskünften davon aus, dass sich Butlers in einem insgesamt eher schrumpfenden Markt bewegt. Das im Vergleich zur Marktentwicklung dennoch überdurchschnittliche Umsatzwachstum lässt sich nach Einschätzung des Managements auch damit rechtfertigen, dass die Gesellschaft in einem revolvierenden Prozess regelmäßig weniger gut performende Filialen schließt und an anderen Orten neue Filialen eröffnet. Eine konkrete Planung liegt insoweit jedoch nicht vor. Nach Einschätzung des Managements ist ein leichter Anstieg der Filialzahlen über die kommenden Jahre allerdings plausibel, wobei die möglichen Standorte aus wirtschaftlichen Überlegungen durch eine erforderliche Mindesteinwohnerzahl begrenzt ist.

Die höchsten erwarteten Wachstumsraten weist das **Segment Lateinamerika** („Mobly“) auf. Die unter der Marke „Mobly“ tätige brasilianische Tochtergesellschaft geht (nach Umrechnung in Euro) von einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzanstieg von rund 10,0 % bis zum Jahr 2030 auf¹³⁶. Die Planungsrechnung beruht dabei auf Annahmen zu einer Vielzahl von Indikatoren wie z.B. Kundenbesuchszahlen („Traffic“) auf der Mobly-eigenen Website, Konversionsraten, Höhe des Warenkorbs u.a. im Online-Handel bzw. Anzahl Filialen, Verkaufswert je m² Verkaufsfläche u.a. im stationären Handel. Bei nahezu allen Kenngrößen geht die Gesellschaft von einer kontinuierlichen Optimierung aus. Darüber hinaus sind in den dargestellten Umsätzen auch Synergien aus dem Zusammenschluss mit dem brasilianischen Wettbewerber Tok&Stok enthalten. Dies führt im Ergebnis zu einem sehr deutlichen Wachstum, das wir nachfolgend nach Vertriebskanälen aufgliedert haben:

	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Webshop	41.154	45.162	49.446	54.125	59.244	66.539	74.725
Marktplatz	26.159	29.108	32.750	36.795	41.263	47.538	54.745
Megastores	29.700	31.962	35.867	40.125	44.621	50.639	57.191
Sonstige	9.232	10.222	11.080	11.996	12.355	12.907	13.539
Segment Lateinamerika	106.244	116.454	129.143	143.041	157.483	177.623	200.200
<i>Wachstum</i>							
Webshop		9,7%	9,5%	9,5%	9,5%	12,3%	12,3%
Marktplatz		11,3%	12,5%	12,4%	12,1%	15,2%	15,2%
Megastores		7,6%	12,2%	11,9%	11,2%	13,5%	12,9%
Sonstige		10,7%	8,4%	8,3%	3,0%	4,5%	4,9%
Segment Lateinamerika		9,6%	10,9%	10,8%	10,1%	12,8%	12,7%

¹³⁶ In lokaler Währung entspricht das geplante Wachstum einem CAGR 2023-2030 von rund 13,2 % p.a. Dem in Euro ausgedrückten Umsatzwachstum des Jahres 2024 von rund 3,5 % steht ein Wachstum in lokaler Währung von rund 11,2 % gegenüber.

Alle Haupt-Vertriebskanäle sollen sich demnach (selbst nach Wechselkursumrechnung) mit Wachstumsraten von etwa 10 % oder mehr entwickeln. Beim Webshop wird dies neben dem allgemeinen Marktwachstum vor allem mit Verbesserungen bei der Kundengewinnung sowie einer Verringerung der Retourenrate begründet. Nach unseren vorstehenden Ausführungen liegen für das Online-Segment des brasilianischen Home & Living-Markts je nach Quelle stark unterschiedliche Wachstumserwartungen vor (vgl. Abschnitt 2.2.b)ab)). Die in der Planung berücksichtigten Wachstumsraten liegen jedoch am obersten Ende der denkbaren Bandbreite.

Noch deutlicher fällt der Anstieg der Umsatzerlöse im Teilbereich „Marktplatz“ aus. Für 2024 liegen der Planung konkrete Maßnahmenpakete wie die Erzielung kürzerer Lieferzeiten durch den Einsatz optimierter Lieferprozesse (sog. „Cross Docking“) zugrunde, durch die beispielsweise ein Anstieg der Verkäufe über die bereits bediente externe Plattform Mercadolibre erzielt werden soll. Darüber hinaus geht das Management davon aus, dass weitere externe Online-Marktplätze erreicht werden können, über die Mobly zusätzliches Wachstum generieren kann. Für die Folgejahre hat sich die Gesellschaft bei ihren Wachstumsannahmen an Markterwartungen im Online-Einzelhandel orientiert und darüber hinaus weitere kontinuierliche Optimierungen in Form von Preissteigerungen und Verringerung der Retourenquote unterstellt. Die Entwicklung im Marktplatzgeschäft liegt mit einem CAGR (2024 bis 2030) von rund 13,1 % p.a. damit deutlich über dem zu erwartenden Marktwachstum.

Neben dem Online-Segment plant Mobly auch ein deutlich zweistelliges Wachstum im stationären Handel. Dies geht zum einen auf die kontinuierliche Eröffnung weiterer Filialen (sog. „Megastores“) zurück. Die Gesellschaft unterstellt dabei pro Jahr einen neuen Megastore, so dass sich deren Anzahl von gegenwärtig neun bis auf 16 im Jahr 2030 nahezu verdoppeln soll. Mobly hofft hier von dem Ausscheiden einiger kleinerer Konkurrenten als Folge des schwierigen Marktumfelds zu profitieren. Darüber hinaus erwartet das Management über den gesamten Planungszeitraum eine deutlich über die Inflationserwartungen hinausgehende Steigerung des durchschnittlichen Einkaufsvolumens je Kunde („Warenkorb“). Dies soll über eine gute Beratung durch die Filialmitarbeiter erreicht werden. Vergleicht man die geplante Entwicklung im stationären Handel mit den Erwartungen für den Gesamtmarkt, so zeigt sich ein hoher Ambitionsgrad. Wie vorstehend dargestellt (vgl. Abschnitt 2.2.b)ab)) liegen die Markterwartungen für den Gesamtmarkt der Home & Living-Produkte (Offline und Online) in Euro ausgedrückt bei etwa 3-4 % p.a. Dies deckt sich auch mit den Einschätzungen des lokalen Managements. Gemessen hieran erscheint das geplante Wachstum im Bereich „Megastores“ ambitioniert.

Unter den sonstigen Umsätzen sind die Mobly-Outlets, das Franchise-Geschäft, das eigene Mobly-Marktplatzgeschäft sowie die Dienstleistungsumsätze von Mobly ausgewiesen. Für den betragsmäßig größten Teilbereich der Outlets erwartet die Gesellschaft ebenso wie für das Franchise-Geschäft nur geringfügiges Wachstum in niedrigen einstelligen Bereich p.a. Das Mobly-Marktplatzgeschäft soll sich dagegen mit ähnlichen Wachstumsraten wie das Online-Segment

entwickeln. Die Dienstleistungserträge sind betragsmäßig unwesentlich. Darüber haben wir in den sonstigen Umsatzerlösen die erwarteten Umsatzsynergien mit TokStok ausgewiesen.

Per Ende Juli liegt Mobly umsatzseitig mit rund 3 % leicht über dem Vorjahresbetrag und liegt damit etwa auf Niveau des für 2024 geplanten Umsatzwachstums.

Die Gesellschaft hat für 2024 eine **Konsolidierung** der Umsatzerlöse in Höhe von EUR 6,8 Mio. geplant. Diese betrifft i.W. Liefer- und Leistungsbeziehungen zwischen Butlers und home24, insbesondere im Rahmen des Verkaufs von Butlers-Produkten über den home24-Webshop. Für die Jahre ab 2025 hat die Gesellschaft keine Konsolidierung vorgenommen. Wir haben daher in Abstimmung mit dem Vorstand hilfsweise den Konsolidierungsbetrag des Jahres 2024 anhand der Wachstumsraten des Segments Butlers fortgeschrieben¹³⁷.

Die **Umsatzkosten** der home24-Gruppe entwickeln sich deutlich unterproportional zu den Konzernumsätzen. Das durchschnittliche jährliche Wachstum liegt bei rund 6,1 % (CAGR 2023-2030). Entsprechend soll die Bruttoergebnismarge von 50,9 % im Jahr 2023 auf 54,5 % im Jahr 2030 ansteigen¹³⁸. Ein wesentlicher Grund für die Verbesserung der Bruttomarge im Jahr 2024 liegt in der Nutzung von verbesserten Konditionen des Einkaufsverbunds von XXXLutz begründet. Etwa 70 % der home24-Produkte können hiervon profitieren. Dagegen spielt dies für Butlers (i.W. ein eigenes Produktsortiment ohne Überschneidungen zum XXXLutz-Sortiment) und Mobly (i.W. ein abweichendes Preisniveau und damit nur geringfügige Überschneidungen zum XXXLutz-Sortiment) nur eine untergeordnete Rolle.

Über Einkaufsverbundvorteile mit XXXLutz hinaus berücksichtigt die Planungsrechnung in allen Planjahren weitere Optimierungspotenziale in sämtlichen Segmenten. So sollen im Segment home24 für 2024 auch bei den nicht mit XXXLutz überlappenden Artikeln verbesserte Konditionen erreicht werden. Zudem sollen durch die kontinuierliche Sortimentssteuerung, eine verbesserte Preissetzung sowie eine Erhöhung des Importanteils der bezogenen Produkte Margensteigerungen erreicht werden. Ein weiterer Grund für die Steigerung der Bruttomarge im Jahr 2024 ist die geplante deutliche Ausweitung des Marktplatzgeschäfts. Die Gesellschaft erzielt hier „lediglich“ Provisionserträge, denen kein Wareneinsatz entgegensteht. In den folgenden Jahren bis 2028 sollen dann vor allem Größenvorteile aus dem geplanten Wachstum (Skaleneffekte) zu einer weiteren kontinuierlichen Verbesserung der Bruttomarge führen.

Im Segment Butlers werden ebenfalls kontinuierliche Margensteigerungen unterstellt. Dies geht vor allem auf günstigere Einkaufskonditionen als Folge besserer Preisverhandlungen durch eine

¹³⁷ Da wird dieselben Beträge auch aus den Umsatzkosten der home24-Gruppe konsolidiert haben, hat die konkrete Höhe der Konsolidierungsbeträge keine Auswirkung auf das operative Ergebnis.

¹³⁸ Der leichte Rückgang der Bruttoergebnismarge um rund 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2030 geht auf das überproportionale Wachstum des Segments Lateinamerika zurück, bei dem die Bruttomarge etwas unter jener von home24 liegt.

Skalierung des Geschäftsmodells zurück. Gegenläufig wirken im Jahr 2024 allerdings Preiszugeständnisse aus der Verkaufsoffensive im Rahmen des 25-jährigen Jubiläums.

Die brasilianische Tochter Mobly plant einen verstärkten Bezug importierter Ware, insbesondere auf Fernost, wodurch die Wareneinkaufskosten gesenkt werden sollen. Darüber hinaus zielt Mobly auf eine sukzessive Ausweitung ihres Eigenmarkensortiments, in dem ebenfalls höhere Margen erzielt werden können. In diesem Zusammenhang versucht Mobly durch eine Kooperation mit externen Fertigungsdienstleistern die Produktkette zu vertikalisieren und Zwischenhändler zu umgehen. Ferner soll auch das vorstehend bereits beschriebene „Cross Docking“ zu Effizienzsteigerungen und geringeren Kosten des Warenhandlings führen. Schließlich enthält die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planung auch Kostensynergien aus dem Zusammenschluss mit dem brasilianischen Wettbewerber Tok&Stok.

Die **Fulfillmentkosten** setzen sich aus Logistikkosten (i.W. für Warenversand, Warenhandling und Verpackung inklusive des Lagerpersonals) und Zahlungsabwicklungskosten (i.W. Kreditkartengebühren, PayPal, Mahnkosten, Forderungsausfälle sowie weitere Nebenkosten des Geldverkehrs) zusammen:

	2023 Ist	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	CAGR 23-30
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	%
Logistik	69.341	68.368	72.112	77.135	82.689	89.028	95.151	101.294	5,6%
Zahlungsabwicklung	8.164	8.868	9.575	10.350	11.188	12.094	13.003	13.936	7,9%
Fulfillmentkosten	77.505	77.236	81.687	87.484	93.877	101.122	108.154	115.230	5,8%

in % der Umsatzerlöse

Logistik	12,7%	11,9%	11,7%	11,6%	11,5%	11,5%	11,5%	11,4%
Zahlungsabwicklung	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%

Die Zahlungsabwicklungskosten wurden für alle drei Segmente jeweils proportional zur Umsatzentwicklung geplant, da entsprechende Kreditkarten-, Banking oder Paypal-Gebühren ebenso wie Zahlungsausfälle i.d.R. mit den Umsatzerlösen skalieren. Der Grund für den leichten Anstieg der Aufwandsquote im Planungszeitraum von rund 1,5 % auf 1,6 % liegt an dem stärkeren Wachstum der Online-Bereiche von home24 und Mobly, wo die Zahlungsabwicklungskosten relativ zu den Umsätzen höher sind als im stationären Geschäft von Butlers. Für 2024 geht der Anstieg im Jahr 2024¹³⁹ darüber hinaus aber auch auf das überproportionale Wachstum des Marktplatzgeschäfts bei home24 zurück, wo die Zahlungsabwicklungskosten (bedingt dadurch, dass die Umsätze hier nicht dem Warenwert, sondern nur der Provision des externen Verkäufers entsprechen) einen deutlich höheren Anteil an den Umsätzen ausmacht.

¹³⁹ Die Veränderung erfolgt hier nur in der zweiten Nachkommastelle und ist in vorstehender Übersicht nicht erkennbar.

Für den Logistikbereich gilt gerade das Gegenteil. Hier trägt die Ausweitung des Marktplatzgeschäfts im Jahr 2024 zu einer Reduzierung der Aufwandsquote bei, da hier die Logistik von den externen Verkäufern erbracht wird. Darüber hinaus erwartet das Management einen Anstieg des Anteils an Direktbelieferungen von den Herstellern an die Endkunden mit folglich geringeren Lagerhaltungskosten bei home24. Bei Butlers sieht die Planung für 2024 Einsparungen im Bereich des Logistik-Personals vor.

Für den Zeitraum ab 2025 geht die Planung grundsätzlich von einer konstanten Logistikkostenquote aus. Damit wird unterstellt, dass Preissteigerungen durch eine verbesserte Effizienz sowie Kosteneinsparungen durch verstärkte Nutzung der eigenen Lieferflotte aufgefangen werden können. Für die brasilianische Tochter Mobly geht das Management über den Planungszeitraum dagegen sogar von einer kontinuierlichen leichten Verbesserung der Logistikkostenquote aus, da mit der regionalen Ausweitung der Geschäftsaktivitäten auf andere Standorte in Brasilien Kostenvorteile bei der Belieferung erreicht werden sollen. Insgesamt sinkt die Logistikkostenquote auf Konzernebene im Planungszeitraum kontinuierlich.

Die **Marketingausgaben** umfassen sowohl die Aufwendungen für sog. „Performance-Marketing“ als auch für die klassischen Werbeformen (sog. „Above the line-Marketing“). Beim Performance-Marketing handelt es sich im Online-Bereich um Marketingmaßnahmen, die beim Kunden eine messbare Reaktion bzw. Handlung hervorrufen. Die Segmente home24 und Mobly weisen dabei aufgrund des Erfordernisses, kontinuierlich steigenden „Traffic“ auf den Websites zu generieren, deutlich höhere Marketingkostenquoten auf als Butlers, das mit seinem stationären Geschäftsmodell und den guten (Hochfrequenz-)Lagen seiner Filialen in den Innenstädten deutlich weniger Werbung schalten muss.

Insgesamt weist die Marketingkostenquote im Planungszeitraum einen kontinuierlichen Rückgang auf. Sowohl für das Segment home24 als auch für Lateinamerika wurden kontinuierliche Verbesserungen der Marketingeffizienz unterstellt. Dies wird zum einen über einen zunehmenden Bekanntheitsgrad erreicht („Maturity of the Brand“), wodurch der Marketingaufwand je Euro Umsatz sukzessive leicht reduziert werden kann. Aufgrund des intensiven Wettbewerbs unter den Möbelhändlern ist dieses Potenzial allerdings begrenzt. Darüber hinaus bildet die Reduzierung der Marketingkostenquote im Zeitablauf die verbesserte Omnichannel-Verzahnung ab. Damit wird z.B. abgebildet, dass durch die Nutzung von Werbeprospekten der XXXLutz-Gruppe sowie deren Filialen als Werbeplattform die geplanten Umsätze mit weniger Werbeaufwand erreicht werden können¹⁴⁰. Zudem berücksichtigt die Planung die Möglichkeit, mittels Werbebanner u.ä. auch im eigenen Webshop zusätzliche Erträge zu generieren, die planerisch als „negative“ Marketingkosten berücksichtigt wurden. Gegenläufig wirkt allerdings eine erwartete Preissteigerung

¹⁴⁰ Wir hatten vorstehend bereits darauf hingewiesen, dass es sich insoweit um einen „Nettoausweis“ handelt, der lediglich den Ergebniseffekt planerisch darstellt, nicht aber die dahinterstehenden zusätzlichen Umsätze und Umsatzkosten.

bei zugekauften „Clicks“ (etwa von Google), wenn mit einer steigenden marktweiten Online-Quote der Wettbewerb nach Traffic weiter zunimmt.

Die **Vertriebs- und Verwaltungskosten** gliedern sich in Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen:

	2023 Ist	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	CAGR 23-30
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	%
Personalkosten	69.550	70.097	70.549	72.531	75.135	78.013	82.456	86.980	3,2%
Betriebliche Aufwendungen	30.101	30.731	29.944	30.993	32.155	33.314	35.404	37.731	3,3%
Vertriebs- und Verwaltungskosten	99.651	100.828	100.493	103.524	107.290	111.327	117.860	124.711	3,3%
in % der Umsatzerlöse									
Personalkosten	12,8%	12,2%	11,4%	10,9%	10,5%	10,1%	9,9%	9,8%	
Betriebliche Aufwendungen	5,5%	5,3%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	18,3%	17,5%	16,2%	15,5%	14,9%	14,4%	14,2%	14,0%	

Beide weisen im Planungszeitraum ein deutlich hinter der Umsatzentwicklung zurückbleibendes Wachstum auf. Entsprechend verbessert sich die Aufwandsquote der Vertriebs- und Verwaltungskosten im Planungszeitraum stark von 18,3 % in 2023 auf 14,0 % im Jahr 2030. Hintergrund für das nur unterproportionale Wachstum der Personalaufwendungen sind insbesondere Fixkosten im Bereich der Verwaltungsmitarbeiter. Dagegen muss für große Teile des Vertriebs (insb. bei den Verkaufsmitarbeitern in den Outlets, den Filialen von Butlers sowie den Mobly-Mega-stores, aber auch im Kundenservice) von einer weitgehend an den Umsätzen orientierten Entwicklung ausgegangen werden. Zudem sind in der Planungsrechnung auch Folgewirkungen aus dem Zusammenschluss von Mobly mit dem brasilianischen Wettbewerber Tok&Stok berücksichtigt.

Die betrieblichen Aufwendungen setzen sich aus Standortkosten (Läger, Filialen, Büros), IT-Kosten und übrigen betrieblichen Aufwendungen zusammen. Zu den Standortkosten gehören i.W. die nicht nach IFRS 16 aktivierbaren Mietnebenkosten sowie Aufwendungen für Instandhaltungen und Reparaturen. Da die Gesellschaft die geplanten Umsatzerlöse weitgehend mit der bestehenden Infrastruktur erreichen kann, sind hier vor allem inflationsbedingte Zuwächse zu erwarten. Darüber hinaus sind in den Standortkosten die Erträge aus der Untervermietung i.W. von Büroflächen enthalten. Im Bereich der IT-Kosten sind vor allem Hosting- & Serverkosten für das Online-Geschäft von Bedeutung. Entsprechend ist hier ein höheres Wachstum zu verzeichnen. In den übrigen betrieblichen Aufwendungen sind bspw. Rechts- und Beratungskosten, Reisekosten oder Versicherungsgebühren enthalten. Im Jahr 2024 umfasst dies auch Beratungsaufwendungen im Zusammenhang mit der Tok&Stok-Transaktion. Den betrieblichen Aufwendungen wurden sonstige betriebliche Erträge saldiert entgegengerechnet.

Das operative Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (**EBITDA**) steigt im Planungszeitraum deutlich von EUR 21,7 Mio. auf EUR 120,6 Mio. an. Diese Entwicklung trägt der erhofften deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit in Verbindung mit einer kontinuierlichen Optimierung der Kostenstrukturen in allen Segmenten Rechnung. Darüber hinaus sind Synergien aus der Einbindung in den XXXLutz-Konzern sowie aus dem Zusammenschluss der brasilianischen Tochter Mobly mit dem Wettbewerber Tok&Stok enthalten.

Die **Abschreibungen** umfassen neben dem Werteverzehr von Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten insbesondere auch die Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten (i.W. für die Online-Plattformen von home24 und Mobly) sowie auf Nutzungsrechte nach IFRS 16. Sie basieren für 2024 auf einer konkreten Vorschau auf Ebene der einzelnen Segmente. Für den Zeitraum ab 2025 wurden die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen auf Basis der geplanten Investitionen unter Berücksichtigung einer durchschnittlichen Nutzungsdauer abgeleitet und um die Abschreibungsvorschau der zum 31. Dezember 2023 bereits bilanzierten Vermögenswerte ergänzt. Die Abschreibungen auf Nutzungsrechte wurden von uns gutachterlich anhand der geplanten Mietzahlungen, der erwarteten Zinsentwicklung sowie der daraus abgeleiteten erwarteten Entwicklung der aktivierten Nutzungsrechte abgeleitet.

Insgesamt sollen die Abschreibungen von EUR 57,6 Mio. im Jahr 2023 zunächst bis zum Jahr 2026 deutlich auf rund EUR 46,0 Mio. zurückgehen. Anschließend ist ein kontinuierlicher Anstieg auf bis zu rund EUR 52,2 Mio. im Jahr 2030 zu erwarten. Hintergrund für die zunächst rückläufige Entwicklung sind zum einen die vergleichsweise geringen Investitionen der beiden vergangenen Jahre sowie des laufenden Geschäftsjahres. Zum anderen führt ein erwarteter Anstieg des durchschnittlichen IFRS 16-Zinssatzes im Planungszeitraum trotz steigender Mietzahlungen zu leicht rückläufigen Bilanzwerten der Nutzungsrechte mit der Folge leicht sinkender Abschreibungen. In den späteren Planjahren bringt die erwartete Rückkehr der Investitionsauszahlungen auf ein langfristiges Durchschnittsniveau wieder einen leichten Anstieg der Abschreibungen mit sich.

Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (**EBIT**) weist im Planungszeitraum einen sehr deutlichen Anstieg von EUR -35,9 Mio. im Jahr 2023 auf EUR +68,4 Mio. im Jahr 2030 auf. Die EBIT-Marge soll als Folge der positiven operativen Entwicklung in Kombination mit den leicht rückläufigen Abschreibungen auf bis zu 7,7 % ansteigen.

Die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung enthält - wie vorstehend dargelegt - alle aus der Sicht des Bewertungsstichtages unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme des Squeeze Outs erwarteten **Synergien**. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Einkaufskostenvorteile durch die Zusammenarbeit mit XXXLutz. Darüber hinaus sind Vorteile im Bereich Marketing berücksichtigt. Mit Blick auf die brasilianische Tochtergesellschaft Mobly haben wir die erwartbaren Synergien aus dem Zusammenschluss mit dem Wettbewerber Tok&Stok einbezogen. Insoweit sind über die Planungsrechnung hinaus keine weiteren Synergieeffekte zu berücksichtigen.

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind.¹⁴¹

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist.¹⁴² Dagegen könne eine unvertretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweise oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden sei.¹⁴³

Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die Planung rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen nachvollzogen. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweis 2/2017¹⁴⁴ gegeben.

Die Beurteilung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der Analyse der bereinigten Vergangenheitszahlen bzw. der historischen Entwicklung der home24 SE sowie unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen und zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch das Management vorgenommen.

Die Beurteilung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, inklusive der Betrachtung der Peer Group Unternehmen vorgenommen.

Nach unserer Einschätzung ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweis 2/2017¹⁴⁵ unter Berücksichtigung der nachfolgend dargestellten Einordnung gegeben.

Die Umsatzerlöse sollen sich nach der Planung der home24-Gruppe gegenüber dem im Jahr 2023 erreichten Niveau bis zum Planjahr 2030 um rund 65 % von EUR 544,1 Mio. auf EUR 888,1

¹⁴¹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

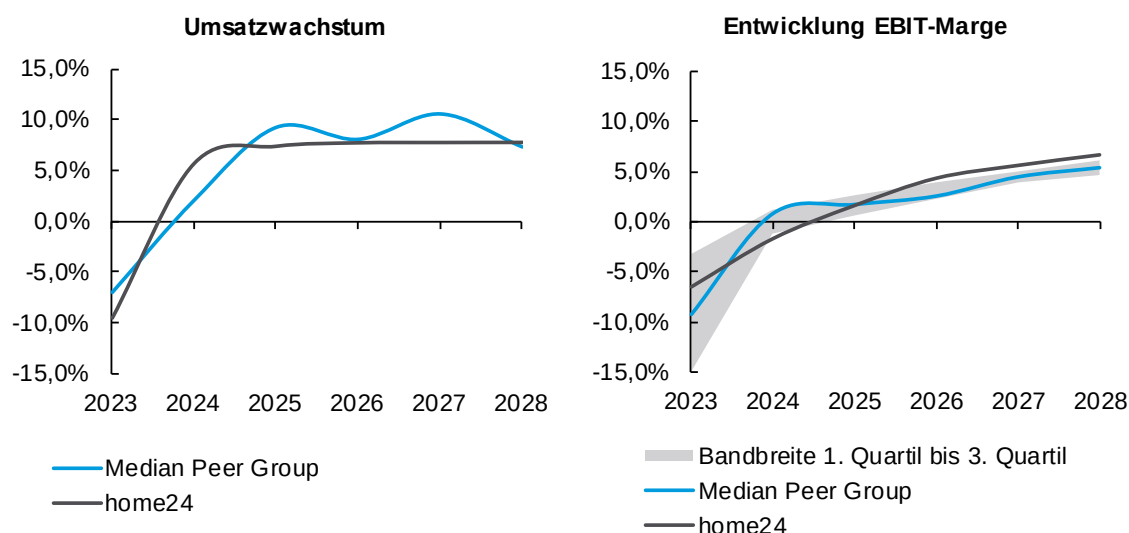
¹⁴² Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

¹⁴³ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 37 (BeckRS).

¹⁴⁴ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 15, 19 ff.

¹⁴⁵ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff.

Mio. erhöhen. Die erwartete durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt mit 7,3 % auf dem Niveau der Wachstumsprognosen für die relevanten Märkte und erscheint auch hinsichtlich der Analystenerwartungen für die Peer Group-Unternehmen plausibel (vgl. hierzu Abschnitt 2.2.c) sowie die nachfolgende Grafik). Gleichzeitig wird auf der Ebene des operativen Ergebnisses von sehr deutlichen Margenverbesserungen ausgegangen. Die EBIT-Marge soll sich über den Planungszeitraum deutlich von -6,6 % im Jahr 2023 auf +7,7 % im Jahr 2030 erhöhen. Die zum Ende des Planungszeitraums geplanten EBIT-Margen liegen deutlich über allen in der Vergangenheit erzielten Werten (die bislang durchgängig negativ waren) sowie auch deutlich über den Analystenprognosen für die Peer-Group-Unternehmen (vgl. hierzu Abschnitt 2.2.c) sowie die nachfolgende Grafik). Im Ergebnis geht die Planungsrechnung von einem ausgeprägten profitablen Wachstum aus.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Auf Umsatzebene ist die Realisierung der geplanten Wachstumsraten insbesondere von der allgemeinen Marktentwicklung und dem Konsumentenverhalten abhängig. Hierzu zählt auch die weitere kontinuierliche Erhöhung des Online-Anteils im Möbelmarkt. Im Segment Butlers wird die weitere Entwicklung bezüglich der Attraktivität und Konsumstärke der Innenstädte ein wesentlicher Faktor für die Umsatzentwicklung sein. Auf Kostenebene konnten wesentliche Teile der aus der Übernahme durch XXXLutz erwarteten Einkaufssynergien bereits realisiert werden, was im Planjahr 2024 auch abgebildet ist. Die weitere Optimierung der Margen ab 2025 setzt hingegen voraus, dass es der Gesellschaft gelingt, dauerhaft weitere Optimierungsmöglichkeiten im Produktsortiment oder der Preissetzung zu finden. Auch ist zu erwarten, dass die Wettbewerber ihrerseits auf Veränderungen (auch hinsichtlich möglicher technologischer Innovationen) rasch reagieren werden. Darüber hinaus bestehen weiterhin erhebliche Unsicherheiten im Hinblick auf

die Entwicklung der Transportkosten, wobei die letzten Jahre gezeigt haben, dass die Marge der Gesellschaft sehr stark auf geopolitisch verursachte Verteuerungen der Frachtraten reagiert.

Im Ergebnis ist die Planungsrechnung stark abhängig von internen wie außerhalb des Einflusses des Managements der home24 SE liegenden externen Erfolgsfaktoren und weist insgesamt einen ambitionierten Charakter auf.

Der ambitionierte Charakter zeigt sich auch, wenn man die tatsächliche Entwicklung der Gesellschaft im Geschäftsjahr 2024 den von uns zugrunde gelegten Budgetwerten gegenüberstellt. So liegen die Teilsegmente home24 und Butlers beim Umsatz per Ende Juli, dem letzten uns vorliegenden Monatsreporting, jeweils deutlich unter dem unserer Planungsrechnung zugrunde liegenden Budgetwert. Auch auf Ebene des operativen Ergebnisses liegen beide Teilsegmente deutlich unter dem Budgetwert¹⁴⁶. Gemäß dem letzten Forecast der Gesellschaft aus dem September 2024 wird im Gesamtjahr 2024 für das Teilsegment home24 eine EBITDA-Verfehlung im hohen einstelligen Millionenbetrag und für das Teilsegment Butlers im mittleren einstelligen Millionenbetrag erwartet (jeweils bezogen auf HGB-Zahlen). Das Segment LatAm konnte seine Umsatzerlöse in den ersten sieben Monaten des Jahres 2024 (in Euro ausgedrückt) zwar um rund 3 % gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum steigern und liegt damit etwa auf dem Budget, die damit einhergehend erhoffte und unserer Bewertung zugrunde gelegte Ergebnissteigerung gegenüber dem Vorjahr zeichnet sich per Ende Juli 2024 allerdings nicht ab.

Insgesamt ist nach Einschätzung des Vorstands aus der aktuellen Geschäftsentwicklung ein Fortschritt ersichtlich, aber nicht in der budgetierten - und unserer Bewertung zugrunde gelegten - Geschwindigkeit. Entsprechend geht der Vorstand gegenwärtig davon aus, dass auch das Jahr 2025 noch im Zeichen der Erreichung der Profitabilitätsschwelle stehen wird und die Planwerte für das kommende Geschäftsjahr 2025 sowie die Folgejahre im nächsten Planungszyklus eher unter den von uns angesetzten Planwerten liegen werden, auch wenn das langfristige Ambitionsniveau im Wesentlichen unverändert bleibt. Vor diesem Hintergrund ist die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung aus Stichtagssicht nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre.

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis haben wir anhand eines integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodells abgeleitet. Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023. Hierzu zählen

¹⁴⁶ Die Gesellschaft berichtet seit 2024 nur noch nach HGB. Ein unmittelbarer Vergleich mit den vorstehend dargestellten Zahlen der IFRS-Planungsrechnung ist daher nicht möglich. Für interne Zwecke hat die Gesellschaft das Budget 2024 in HGB ausgedrückt. Die genannten Abweichungen beziehen sich jeweils auf diese HGB-Zahlen.

neben Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 insbesondere die Kreditlinie der home24 bei XXXLutz, eine Kaufpreisverbindlichkeit aus dem Erwerb der Butlers-Gruppe sowie die Bankguthaben in Deutschland und Brasilien. Darüber hinaus haben wir weitere zahlungswirksame Zinskomponenten aus nicht bilanzwirksamen Sachverhalten wie Factoring, Bankgarantien oder Ratenkaufvereinbarungen der brasilianischen Tochtergesellschaft berücksichtigt.

Die Ableitung des Zinsergebnisses wird ausgehend von den der home24 SE zur Verfügung stehenden Konditionen vorgenommen. Soweit die Finanzverbindlichkeiten variabel verzinslich sind, haben wir in Abstimmung mit der Gesellschaft die korrespondierenden Zinszahlungen gemäß den Konditionen dieser Finanzverbindlichkeiten neu berechnet, um die aktuellen Zinserwartungen abzubilden. Hierbei haben wir auf aktuelle EURIBOR-Prognosen (gemäß dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg) abgestellt.

Der Guthabenzinssatz für liquide Mittel beträgt zwischen 1,1 % p.a. und 2,5 % p.a. für Anlagen in Deutschland und 10,4 % in Brasilien. Die Kreditlinie von XXXLutz wird auf Basis des EURIBOR zzgl. einer Marge von 1,75 % verzinst. Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit der Bilanzierung von Miet- und Leasingverhältnissen nach IFRS 16 wurde auf Basis einer Fortschreibung der historischen durchschnittlichen IFRS 16-Zinssätze unter Berücksichtigung der erwarteten Veränderung des Zinsniveaus angesetzt. Im Planungszeitraum ergibt sich i.W. durch das sukzessive Auslaufen von Altverträgen ein Anstieg der IFRS 16-Zinssätze von rund 2,0 % auf 3,3 % in Deutschland und von 9,5 % auf 13,0 % in Brasilien. Die bewertungsrelevanten Cashflows der Miet- und Leasingverhältnisse ergeben sich dessen ungeachtet ausschließlich aus den geplanten Mietzahlungen.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind finanzielle Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft. Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenzielle Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein.¹⁴⁷

Da weder auf der ordentlichen Hauptversammlung am 21. Juni 2024 eine Ausschüttung einer Dividende beschlossen wurde noch ein solcher Beschluss auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 13. Dezember 2024 möglich ist, ergeben sich keine Abgrenzungsfragen.

¹⁴⁷ Vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02, AG 2003, S. 441 ff.; LG Köln, 1. September 2008, 82 O 151/03, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der home24 SE wurde unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Stands des Unternehmenssteuerrechts ermittelt. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. Solidaritätszuschlag), die auf die inländischen Erträge entfallen, sowie im Ausland anfallende Unternehmenssteuern.

Bei der Ermittlung der Ertragsteuern haben wir Unterschiede zwischen IFRS und Steuerrecht sowie im Inland gewerbesteuerliche Hinzurechnungen berücksichtigt. Hierzu zählt insbesondere die unterschiedliche Behandlung von Miet- und Leasingaufwendungen.

Die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge haben wir integriert bei der Ableitung der erwarteten zu zahlenden Steuern berücksichtigt. Erfolgt eine integrierte Erfassung der Verlustvorträge im Ertragswert, ist der Ansatz eines Sonderwerts zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen.¹⁴⁸

Latente Steuern wurden aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit nicht berücksichtigt.

Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis

Gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung sind die Planergebnisse von Gesellschaften, an denen – aus Sicht der home24 SE – Minderheiten bzw. Dritte beteiligt sind, vollständig in der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen. Im vorliegenden Fall betrifft dies die brasilianischen Tochtergesellschaften der Mobly-Gruppe, an denen die home24 SE mit rund 51,05 % (mittelbar) beteiligt ist.

Zum einen können die auf die nicht beherrschenden Anteile entfallenden Jahresergebnisse bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse innerhalb der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung abgezogen werden.¹⁴⁹ Alternativ können diese Anteile auch separat bewertet und vom Unternehmenswert abgezogen werden.¹⁵⁰ Vorliegend haben wir eine integrierte Abbildung innerhalb der Planungsrechnung vorgenommen.

Die Planung der auf nicht beherrschte Anteile entfallenden Ergebnisse basiert auf der jeweiligen Planungsrechnung des Segments Mobly. Historisch und in den ersten Planjahren erzielt Mobly

¹⁴⁸ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 11567, 1573.

¹⁴⁹ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2021, S. 288; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 105 (juris); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 52.

¹⁵⁰ Vgl. Meichelbeck, Unternehmensbewertung im Konzern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 955, 972.

Verluste. Bedingt durch die geplante deutliche Verbesserung der Ertragskraft der Mobly-Gruppe im Zeitablauf wachsen die auf nicht beherrschte Anteile entfallenden Gewinne bis 2030 aber deutlich an.

e) Nachhaltiges Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer und sicherer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen begrenzten Zeitraum eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (niedriger) liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit der Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses verbunden ist die Annahme eines „idealen“ im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingeschwungenen Gleichgewichtszustandes.

Der IDW Praxishinweis 2/2017 betont,¹⁵¹ dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen vom Bewertungsgutachter selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchenkennzahlen ergeben.¹⁵²

Zur Plausibilisierung des nachhaltigen Ergebnisses werden regelmäßig Ergebnismargen (bspw. EBIT/EBITDA-Margen) herangezogen. Insbesondere bei konjunkturabhängigen, auf Wettbewerbsmärkten tätigen Unternehmen, aber auch grundsätzlich bei Unternehmen, die geschäftsmodell- und/oder rechnungslegungsbedingt schwankende Ergebnisse aufweisen, können margenseitige Durchschnittsbetrachtungen sachgerecht sein. Dahinter steht die in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Auffassung, nach der das nachhaltige Ergebnis ein in der Unendlichkeit im Durchschnitt zu erwartendes Ergebnis abbilden sollte.¹⁵³

¹⁵¹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54.

¹⁵² Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57.

¹⁵³ Vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.74 f.

Für die Ableitung des nachhaltig erwarteten Umsatz-, Ergebnis- und Investitionsniveaus der home24-Gruppe haben wir diverse Gespräche mit dem planungsverantwortlichen Management geführt. Ferner haben wir die erwartete Margenentwicklung der Peer Group-Unternehmen analysiert. In Abstimmung mit der Gesellschaft haben wir vor diesem Hintergrund die erwarteten Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2031 ff. grundsätzlich durch Fortschreibung des Jahres 2030 mit der unternehmensindividuellen Wachstumsrate von 1,0 % angesetzt.

Ergänzend hierzu haben wir den erwarteten Ergebnisbeitrag aus dem für das letzte Detailplanungsjahr 2030 geplanten Aufbau eines neuen Megastores der brasilianischen Tochter Mobly berücksichtigt sowie die aus der Abschreibungssimulation resultierenden Effekte, soweit diese über das Ende des Detailplanungszeitraum hinausreichen, als annuitätischen nachhaltigen Betrag angesetzt.

Soweit zum Ende des Detailplanungszeitraums noch ungenutzte steuerliche Verlustvorträge vorliegen, haben wir diese annuitätisch bei der Ableitung der nachhaltigen Ertragsteuerlast berücksichtigt.

f) Erfolgsrechnung

Zusammengefasst ergibt sich folgende Erfolgsrechnung:

	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	TV 2031
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	575.056	618.535	666.729	718.832	774.392	830.556	888.132	897.013
Umsatzkosten	267.867	285.440	305.424	327.624	351.451	377.364	403.874	406.857
Bruttoergebnis vom Umsatz	307.189	333.095	361.304	391.208	422.942	453.192	484.258	490.156
Fulfilmentkosten	77.236	81.687	87.484	93.877	101.122	108.154	115.230	116.383
Marketingausgaben	84.679	89.210	95.135	101.435	108.132	115.894	123.755	124.992
Vertriebs- und Verwaltungskosten	100.828	100.493	103.524	107.290	111.327	117.860	124.711	125.958
EBITDA	44.445	61.704	75.161	88.606	102.361	111.284	120.562	122.823
Abschreibungen	54.337	51.631	45.951	47.872	50.229	51.512	52.187	52.777
EBIT	-9.892	10.073	29.210	40.734	52.132	59.773	68.375	70.046
Finanz-/Beteiligungsergebnis	-5.841	-8.261	-10.586	-11.982	-11.827	-12.688	-13.612	-13.829
EBT	-15.733	1.812	18.625	28.752	40.305	47.085	54.762	56.217
Ertragsteuern	-26	-879	-2.535	-3.323	-5.035	-11.261	-15.540	-16.426
Jahresergebnis	-15.758	933	16.090	25.429	35.270	35.824	39.222	39.791
Auf nicht beherrschende Anteile entfallender Gewinn/Verlust	6.177	5.122	3.466	1.677	173	-1.608	-3.052	-3.215
Konzernjahresergebnis	-9.581	6.056	19.555	27.106	35.444	34.217	36.170	36.575

Wachstum

Gesamtleistung	5,7%	7,6%	7,8%	7,8%	7,7%	7,3%	6,9%	1,0%
EBIT	-72,5%	n/a	190,0%	39,5%	28,0%	14,7%	14,4%	2,4%

in % der Umsatzerlöse

Umsatzkosten	46,6%	46,1%	45,8%	45,6%	45,4%	45,4%	45,5%	45,4%
Bruttoergebnis vom Umsatz	53,4%	53,9%	54,2%	54,4%	54,6%	54,6%	54,5%	54,6%
Fulfilmentkosten	13,4%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%	13,0%
Marketingausgaben	14,7%	14,4%	14,3%	14,1%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%
Vertriebs- und Verwaltungskosten	17,5%	16,2%	15,5%	14,9%	14,4%	14,2%	14,0%	14,0%
EBITDA	7,7%	10,0%	11,3%	12,3%	13,2%	13,4%	13,6%	13,7%
EBIT	-1,7%	1,6%	4,4%	5,7%	6,7%	7,2%	7,7%	7,8%
Jahresergebnis	-2,7%	0,2%	2,4%	3,5%	4,6%	4,3%	4,4%	4,4%

g) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Die Planungsrechnung der home24 enthält keine explizite Ausschüttungsplanung. Auch liegt keine Aussage des Vorstands über die zukünftige Ausschüttungspolitik vor, was vor allem der bisherigen und auch für 2024 erwarteten Verlustsituation der Gesellschaft geschuldet ist. Entsprechend hat home24 in der Vergangenheit bislang keine Ausschüttungen vorgenommen. Auch große Teile der Peer Group-Unternehmen haben in der Vergangenheit - i.d.R. ebenfalls aufgrund von Verlusten - keine Ausschüttungen vorgenommen. Eine Orientierung an historischen Ausschüttungsquoten ist daher nicht möglich.

Sowohl im Detailplanungszeitraum als auch in der Phase der ewigen Rente haben wir daher eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt, die in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens liegt.

Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern. Aufgrund des bei der home24 SE bestehenden steuerlichen Einlagekontos sind die Ausschüttungen in einem gewissen Umfang nicht abgeltungssteuerpflichtig. Dies gilt nur, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.¹⁵⁴ Die temporäre Steuerfreiheit haben wir integriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt.

Ebenso haben wir bei der Ableitung der nachhaltigen Nettoeinnahmen annuitätisch berücksichtigt, dass Ausschüttungen an die Anteilseigner der home24 SE in begrenzter Höhe auch nach 2030 noch unter Nutzung des steuerlichen Einlagekontos vorgenommen werden können.

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen werden mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet. Diese umfassen zum einem die Wertbeiträge aus Thesaurierung und zum anderen sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne.

¹⁵⁴ Vgl. Thüringer OLG, 3. Mai 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 21; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

5.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

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

a) Basiszinssatz

Ausgangspunkt für die Bestimmung des „risikolosen“ Basiszinses ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstrukturkurve zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.¹⁵⁵

Als Datenbasis werden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank herangezogen, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameterschätzer finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.¹⁵⁶

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die **drei dem Bewertungsstichtag**

¹⁵⁵ Vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412.

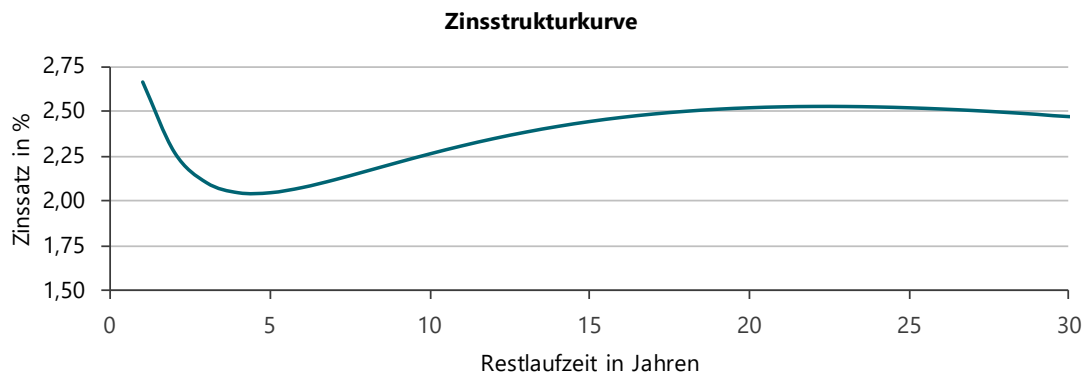
¹⁵⁶ Vgl. IDW-FN 2008, S. 491.

vorausgehenden Monate herangezogen.¹⁵⁷ Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹⁵⁸

Entsprechend der Empfehlung des FAUB¹⁵⁹ ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf 1/4-Prozentpunkte **kaufmännisch zu runden** (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden.¹⁶⁰

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt¹⁶¹ und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung.¹⁶² Das OLG München hat diesen Gesichtspunkt explizit hervorgehoben und ausgeführt, dass die Rundung nicht zuletzt auch der Planungs- bzw. Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre diene.¹⁶³

Auf Basis der veröffentlichten aktuellen Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Dreimonatszeitraum vom 23. Juli 2024 bis zum 22. Oktober 2024 ergibt sich ein einheitlicher **Basiszinssatz** (vor Steuern) von gerundet **2,50 %**.



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung.

¹⁵⁷ Vgl. OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 16; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 46 (BeckRS); m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.92.

¹⁵⁸ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 4.2 i.V.m. Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

¹⁵⁹ Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.

¹⁶⁰ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 50 (BeckRS).

¹⁶¹ Vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556.

¹⁶² Vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929.

¹⁶³ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 64 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 52 (BeckRS).

Der Basiszinssatz wird um die **Abgeltungsteuer einschließlich SolZ** von 26,375 % vermindert¹⁶⁴. Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 1,84 %.

b) Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird in der Praxis regelmäßig mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet. Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags.¹⁶⁵

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag lässt sich in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegen.

Marktrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“.¹⁶⁶ Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten, d.h. auch für die Marktrisikoprämie. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen

¹⁶⁴ Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS); LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 59.

¹⁶⁵ Vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 85 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 21; OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 123 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 52 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS).

¹⁶⁶ Bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13, Tz. 61 (BeckRS); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14, Tz. 33, 42 (juris); BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Tz. 21 (juris).

eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie – als Punktschätzung – nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.¹⁶⁷

In der Praxis als Expertenauffassung anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden.¹⁶⁸

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem pluralistischen Ansatz historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie Ex-Ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet.¹⁶⁹ Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der damaligen Erkenntnisse und Analysen die zuvor gültige Bandbreitenempfehlung auf eine **Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben erweitert.¹⁷⁰

In der Sitzung vom 30. Januar 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Auch in der Folgezeit hat der FAUB die Entwicklung des Kapitalmarktumfelds weiterhin genau beobachtet. Auch in seiner jüngsten Sitzung hielt es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren¹⁷¹.

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine **Punktschätzung** zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung – bestätigt durch die Rechtsprechung – in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu

¹⁶⁷ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 67 (BeckRS); Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 52 (BeckRS).

¹⁶⁸ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18, Tz. 47 (BeckRS); OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 73 (BeckRS).

¹⁶⁹ Vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825.

¹⁷⁰ Vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.

¹⁷¹ Vgl. Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag.¹⁷² Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u.a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein.¹⁷³

Im vorliegenden Fall haben wir die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** mit **5,75 %** festgelegt. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Dieser Mittelwert der derzeitigen Bandbreitenempfehlung wurde auch in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren anerkannt.¹⁷⁴

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobil-
dung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividu-
ellen Risikos gesehen.¹⁷⁵ Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert,
sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.¹⁷⁶

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich unterteilen in das **operative Risiko**, d.h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das **Kapitalstrukturrisiko**. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.

Aussagekraft der Betafaktoren

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Bei der praktischen Betaermittlung im Rahmen des CAPM wird eine lineare Regression mit einer Variablen durchgeführt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der

¹⁷² Vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 18.

¹⁷³ Vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180.

¹⁷⁴ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 37; OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 22; LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 72; LG Hamburg, 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21, Beschlusstext S. 16; LG München I, 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21, Beschlusstext S. 79; LG Hamburg, 3. November 2023, 403 HKO 90/22, Beschlusstext S. 19; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Juni 2023, 5 HK O 4509/21, Beschlusstext S. 81; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 55; LG Stuttgart, 16. Mai 2023, 40 O 64/20, Beschlusstext S. 35; LG Frankenthal (Pfalz), 20. März 2023, 2 HK O 55/21, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S. 19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS 2020, 53852, Tz. 61 (bei der dortigen Angabe des Entscheidungsdatums mit dem Jahr 2020 handelt es sich um einen redaktionellen Fehler)).

¹⁷⁵ Vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris).

¹⁷⁶ Vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, S. 828.

unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. Die Güte der Regressionsfunktion sowie – spezifischer – des Regressionskoeffizienten wird regelmäßig anhand statistischer Instrumente überprüft. Bei der Prüfung der Regressionsfunktion geht es darum, ob und wie gut die Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird (Güte des Modells). Als typisches Gütemaß wird hier auf das Bestimmtheitsmaß R^2 abgestellt. Zur Prüfung des Regressionskoeffizienten Beta dient vor allem der t-Test. In den Fällen, in denen der empirisch gemessene Regressionskoeffizient Beta nicht mit einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit von dem in der Nullhypothese vorzugebenden Wert (normalerweise Null) unterschieden werden kann und dies nicht durch eine ökonomisch begründete Einschätzung erklärt werden kann, verliert der gemessene Wert seine Aussagekraft und damit zugleich seine Eignung als Schätzer für den Betafaktor.

Grundvoraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird inzwischen zunehmend auf die **Liquidität der Aktie** abgestellt, um die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzuschätzen. Als Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“. ¹⁷⁷

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen“ von einzelnen, mehreren oder allen Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die **Prognoseeignung** der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder **verzerrende Ereignisse**, bspw. Übernahmegerüchte/-verfahren vorzunehmen. Bei (**faktisch**) **beherrschten Unternehmen** wird der (originäre) Betafaktor regelmäßig keine Prognoseeignung für die Unternehmensbewertung aufweisen. ¹⁷⁸

In der Praxis werden überwiegend **Beobachtungszeiträume** von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet. ¹⁷⁹ Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren. ¹⁸⁰ Lange Zeiträume, in denen Strukturbrüche stattgefunden haben, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet. ¹⁸¹ Kurzfristig gemessene Betafaktoren können einerseits durch die Covid 19-Pandemie bzw. die

¹⁷⁷ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

¹⁷⁸ Vgl. mit Nachweisen zur Rechtsprechung: Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 329.

¹⁷⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris).

¹⁸⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27.

¹⁸¹ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris).

Auswirkungen des Krieges in der Ukraine beeinflusst sein, da an den Börsen hohe Kursschwankungen zu beobachten sind. Andererseits ist es gerade im aktuellen Umfeld auch geboten, krisenbedingte Veränderungen des Betafaktors zu berücksichtigen, soweit diese aus einer nachhaltigen Veränderung des Geschäftsmodells resultieren.¹⁸²

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungsformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta“. Die Adjustierungsformel setzt an den verschuldeten Betafaktoren an. Erst nachfolgend wird das Unleverage vorgenommen.

Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung“ stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte Beta-Definition dar.¹⁸³ Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen.¹⁸⁴ Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird.¹⁸⁵

Konkrete Vorgehensweise

Entsprechend der üblichen Praxis haben wir, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, Betafaktoren über einen **fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditen** sowie für einen **Beobachtungszeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen** ermittelt. Wir haben unserer Analyse für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen sowohl einen breiten lokalen Vergleichsindex (z.B. CDAX Performance-Index) als auch einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) zugrunde gelegt. Da in der Bewertungspraxis sowohl auf verschuldete adjustierte als auch auf raw-Betafaktoren zurückgegriffen

¹⁸² Vgl. Castedello/Tschöpel: Auswirkungen von COVID-19 auf die Unternehmensbewertung, WPg 2020, 914; Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen vom 25. März 2020, Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022.

¹⁸³ Vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

¹⁸⁴ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

¹⁸⁵ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 28; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris).

wird haben wir beide Größen ermittelt und dargestellt. Die Aussagekraft der ermittelten Betafaktoren haben wir anhand statistischer Kriterien (z.B. t-Test) sowie der Liquidität der Aktie (z.B. Geld-Brief-Spanne) überprüft.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren um Kapitalstruktureffekte haben wir die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (so genanntes „**Unlevern**“). Die Umrechnung haben wir nach einer Anpassungsformel unter der Annahme unsicherer Tax Shields sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände („Debt Beta“) auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals vorgenommen.

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist dann der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (so genanntes „**Relevern**“).

Originärer Betafaktor und/oder Peer Group Betafaktor

Für börsennotierte Unternehmen kann grundsätzlich ein – historischer – Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der herrschenden Auffassung in der Bewertungs- und Rechtspraxis ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe bzw. dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme (hier: beabsichtigter Squeeze Out) grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr muss die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** (spätestens) am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden.¹⁸⁶

Bei mangelnder Aussagekraft des originären Betafaktors sowie zu Plausibilisierungszwecken wird entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Dieses Vorgehen wird auch von der Rechtsprechung anerkannt.¹⁸⁷ Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.¹⁸⁸

¹⁸⁶ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.115; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris).

¹⁸⁷ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris).

¹⁸⁸ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 142 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 25; OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43.

Originärer Betafaktor der home24 SE

Da die home24 SE bis zum Delisting im September 2023 im regulierten Markt an verschiedenen Börsenplätzen gehandelt war und seither weiterhin im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt wird, haben wir den originären Betafaktor der home24 SE untersucht. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auch die Aussagekraft des Börsenkurses der home24 SE zu berücksichtigen. Wie wir in Abschnitt 4.3. gezeigt haben, hat sich der Börsenkurs der home24-Aktie mit Bekanntwerden des Übernahmeangebots der XXXLutz-Gruppe vom allgemeinen Kapitalmarktumfeld entkoppelt und bildet das operative Risiko der Gesellschaft seither nicht mehr sachgerecht ab.

Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir vor diesem Hintergrund zum einen auf den 4. Oktober 2022 (inklusive), den Tag vor Ankündigung des Business Combination Agreements als letztem Tag ohne Vorliegen einer Kursbeeinflussung, abgestellt. Ergänzend haben wir auf den 14. September 2023, den letzten Handelstag vor Delisting im XETRA-Handel abgestellt. Da seither keine ausreichende Liquidität des Börsenkurses gegeben ist, haben wir spätere Stichtage nicht berücksichtigt.

Die Ergebnisse dieser Berechnungen werden in der folgenden Tabelle zunächst zum Stichtag 4. Oktober 2022 zusammengefasst. Zum diesem Zeitpunkt lag für die home24 SE (der IPO erfolgte im Juni 2018) noch keine ausreichende Kurshistorie für die Ermittlung eines fünfjährigen Betas vor. Wir haben deshalb hilfsweise einen Betafaktor über einen Zeitraum von rund 4,25 Jahren abgeleitet, dem maximal verfügbaren Zeitraum mit Börsenkursen für die home24 SE:

Zeitraum	Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adjust.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adjust.
Zwei Jahre Wöchentlich		Lokale Indizes	1,48	1,32	1,63	1,45
		GDUEACWF Index*	1,56	1,38	1,72	1,51
4,25 Jahre Monatlich		Lokale Indizes	1,62	1,41	1,77	1,55
		GDUEACWF Index*	1,39	1,26	1,52	1,38

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die 2-jährigen unlevered Betas liegen in einer Bandbreite zwischen 1,45 und 1,72. Die über einen Zeitraum von 4,25 Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgeleiteten unlevered Betafaktoren liegen in einer Bandbreite von 1,38 bis 1,77.

In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse der Berechnungen zum Stichtag 14. September 2023 (Delisting) dargestellt:

Zeitraum	Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adjust.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adjust.
Zwei Jahre Wöchentlich		Lokale Indizes	1,19	1,13	1,06	1,00
		GDUEACWF Index*	1,55	1,37	1,36	1,20
Fünf Jahre Monatlich		Lokale Indizes	2,06	1,70	2,08	1,73
		GDUEACWF Index*	1,80	1,53	1,83	1,56

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Die unlevered Betas liegen in einer sehr weiten Bandbreite von 1,00 bis 2,08. Auffällig ist, dass insbesondere die zweijährigen Betafaktoren nun deutlich niedriger liegen als für den Zeitraum vor dem Übernahmeangebot. Dies bestätigt unsere Einschätzung, wonach seit Bekanntgabe des Übernahmeangebots der Kurs der home24 SE-Aktie nicht mehr das operative Risiko der Gesellschaft widerspiegelt und sich dieser Umstand in dem zweijährigen Betafaktor aufgrund der höheren relativen Bedeutung der Kurse nach dem Übernahmeangebot stärker niederschlägt.

Vor dem Hintergrund des hohen zeitlichen Abstands sämtlicher Auswertungstichtage zum Bewertungsstichtag halten wir den Ansatz des originären Betafaktors vorliegend für nicht sachgerecht. Soweit aus den zeitlich weiter entfernten Stichtagen gleichwohl Rückschlüsse auf die Höhe des originären Betafaktors gezogen werden sollen, so sprechen diese für Werte im Bereich von etwa 1,5.

Peer Group-Betafaktor

Ergänzend haben wir entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt.

Festzuhalten ist, dass es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das in seiner Gesamtheit unmittelbar mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar oder nur auf demselben regionalen Markt vertreten ist. Unterschiede der Peer Group-Unternehmen ergeben sich aus der singulären Stellung des Bewertungsobjekts und sind unvermeidbar.¹⁸⁹ Daher sind hinsichtlich ihres Geschäftsmodells, spezifischer Produktsegmente und Produktart, regionaler Abdeckung und Größe vergleichbare Unternehmen zu suchen.¹⁹⁰ Gegebenenfalls muss breiter gefächert werden.¹⁹¹

¹⁸⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 61 (BeckRS).

¹⁹⁰ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 112 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 49 (BeckRS).

¹⁹¹ Vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 68 (BeckRS).

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group haben wir die operative Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der home24 analysiert (vgl. Abschnitt 2.2.c). Auf dieser Basis haben wir anhand einer Bloomberg-Recherche, einer Analyse der Geschäftsmodelle sowie anhand von Diskussionen mit dem Management im Hinblick auf das operative Risiko der home24 vergleichbare börsennotierte Unternehmen identifiziert. Die wesentliche Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe besteht aus dem Online-Handel mit einer Konzentration auf die Vermarktung, Logistik und den Vertrieb von Home & Living-Produkten in Kontinentaleuropa und Brasilien. Wir haben daher börsennotierte Unternehmen herangezogen, die im Bereich des Online-Handels mit Home & Living Produkten tätig sind und deren regionaler Fokus auf Kontinentaleuropa und Brasilien liegt. Eine Ausnahme bilden dabei Wayfair und Temple & Webster, deren regionaler Fokus mit Australien bzw. den USA nicht zum regionalen Fokus der home24 passt, die allerdings aufgrund einer praktisch vollständigen Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells dennoch in die Peer Group einbezogen wurden (vgl. zur Darstellung und eine kurze Beschreibung der Peer Group-Unternehmen den Abschnitt 2.2.c)).

Die Aussagekraft der ermittelten Betafaktoren haben wir zunächst mittels statistischer Signifikanzkriterien (z.B. t-Test) geprüft. Nach dieser Prüfung erfüllen alle Betafaktoren mit Ausnahme von Westwing bei globalen Indizes die erforderlichen Kriterien. Ferner haben wir die Liquidität des Aktienhandels der Peer Group-Unternehmen im Wesentlichen anhand der Geld-Brief-Spannen und der durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina analysiert. Auf der Basis wurden sowohl Temple & Webster als auch Vente-Unique aufgrund nicht hinreichender Liquidität bei der Ermittlung eines Peer Group Betafaktors ausgeschlossen.

Darstellung der Betafaktoren der Peer Group

Die Betafaktoren der Peer Group haben wir sowohl für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Für beide Zeitraum-Intervall-Konstellationen haben wir als Referenzindizes sowohl breite (lokale) Landesindizes als auch den globalen MSCI World Total Return Index herangezogen. Mobly und Westwing Brazil konnten aufgrund einer zu kurzen Kurshistorie bei einem Betrachtungszeitraum von fünf Jahren nicht berücksichtigt werden. Darüber hinaus war der rechnerisch ermittelte Betafaktor von Westwing Brazil im zweijährigen Beobachtungszeitraum weder für lokale noch für globale Indizes statistisch signifikant.

Nachfolgend stellen wir die Ergebnisse unserer Analyse der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen für die Parameterkombinationen im Einzelnen dar.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Wayfair	DJTSM US TR	3,45	2,63	2,30	1,76
BHG	OMX Stockholm Index TR	2,20	1,80	1,30	1,09
Mobly	Brazil IBrX Index	1,24	1,16	1,22	1,14
Westwing	CDAX Index	0,66	0,77	0,79	0,94
Westwing Brazil	Brazil IBrX Index	nicht signifikant			
Mittelwert				1,40	1,23

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Bei Verwendung eines **Betrachtungszeitraums von zwei Jahren, wöchentlichen Renditen** und eines **globalen Vergleichsindex** ergeben sich die folgenden Ergebnisse:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Wayfair	GDUEACWF Index*	3,22	2,48	2,15	1,66
BHG	GDUEACWF Index*	2,18	1,79	1,29	1,08
Mobly	GDUEACWF Index*	nicht signifikant			
Westwing	GDUEACWF Index*	0,83	0,89	1,01	1,08
Westwing Brazil	GDUEACWF Index*	nicht signifikant			
Mittelwert				1,48	1,27

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Wayfair	DJTSM US TR	3,39	2,59	2,92	2,24
BHG	OMX Stockholm Index TR	1,40	1,27	1,17	1,07
Mobly	Brazil IBrX Index	nicht 5 Jahre börsennotiert			
Westwing	CDAX Index	1,22	1,15	1,42	1,33
Westwing Brazil	Brazil IBrX Index	nicht 5 Jahre börsennotiert			
Mittelwert				1,84	1,55

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf einem **globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Wayfair	GDUEACWF Index*	3,99	2,99	3,43	2,58
BHG	GDUEACWF Index*	1,85	1,57	1,53	1,30
Mobly	GDUEACWF Index*	nicht 5 Jahre börsennotiert			
Westwing	GDUEACWF Index*	nicht signifikant			
Westwing Brazil	GDUEACWF Index*	nicht 5 Jahre börsennotiert			
Mittelwert				2,48	1,94

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse der Analyse auf Basis der **Mittelwerte der Vergleichsunternehmen** sind nachfolgend dargestellt:

Zeitraum	Intervall	Index	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre Wöchentlich		Lokale Indizes	1,40	1,23
		GDUEACWF Index*	1,48	1,27
Fünf Jahre Monatlich		Lokale Indizes	1,84	1,55
		GDUEACWF Index*	2,48	1,94

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Mittelwerte der Peer Group Betafaktoren liegen in einer Bandbreite von unverschuldeten Betafaktoren (raw) von 1,40 bis 2,48. Bei Verwendung adjustierter Betafaktoren liegen die Mittelwerte unverschuldeter Betafaktoren zwischen 1,23 und 1,94.

Würdigung

Für die einzelnen Peer Group-Unternehmen liegen die fünfjährigen Betafaktoren jeweils über den zweijährigen. Darüber hinaus ist festzustellen, dass Wayfair vergleichsweise hohe unverschuldete Betafaktoren aufweist. Da bei den fünfjährigen Betafaktoren aufgrund der geringeren Zahl an verfügbaren und statistisch signifikanten Peer Group-Unternehmen Wayfair ein höheres Gewicht zukommt, liegen entsprechend auch die Mittelwerte der Peer Group mehrheitlich über den Mittelwerten bei zweijährigen Betrachtungszeiträumen mit wöchentlichen Renditeintervallen.

Nach Auffassung des OLG Düsseldorf übersteigen sich rechnerisch aufgrund eines bestehenden hohen Verschuldungsgrads ergebende periodenspezifische verschuldete Betafaktoren im Bereich zwischen 2 und 5 die am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren deutlich.¹⁹²

Betrachtet man gleichwohl die übrigen Peer Group-Unternehmen ohne Wayfair, so ergibt sich über alle Parameterkonstellationen hinweg mehrheitlich eine Bandbreite zwischen etwa 1,0 und 1,3. Ausgehend hiervon, aber auch den Umstand berücksichtigend, dass im Markt sehr wohl auch gut vergleichbare Unternehmen agieren, die einen deutlich höheren unverschuldeten Betafaktor aufweisen - nicht zuletzt die home24 SE selbst - legen wir den **unverschuldeten Betafaktor** der home24 SE in einer Gesamtschau gutachterlich mit **1,2** fest.

c) Wachstumsabschlag

Methodische Überlegungen zum Wachstumsabschlag

Ursachen und Abbildung des Wachstums finanzieller Überschüsse

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines **operativen Wachstums** (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (**preisbedingtes Wachstum**) abgrenzen. Zusätzlich sind steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen.¹⁹³

In dem Planungszeitraum ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Auch in den Geschäftsjahren der **ewigen Rente** werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnungen und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Ausgehend von den vorstehend genannten Ursachen des Wachstums finanzieller Überschüsse ist zunächst die Frage zu klären, welche Effekte hiervon im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen sind.

¹⁹² Vgl. OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 66 (BeckRS).

¹⁹³ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

Ursachen des Wachstums der finanziellen Überschüsse			
Kapazitätsoptimierung	Kapazitätserweiterung		inflationsbedingtes Wachstum
Berücksichtigung in der Detailplanungsphase	direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	keine direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	finanzielle Überschüsse wachsen mit der unternehmensspezifischen Inflationsrate
		Dividend Discount Model	Ertragswertverfahren
Berücksichtigung im Wachstumsabschlag			
Nein	Nein	Ja (Gesamtwachstumsrate)	Ja

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 1028, Kap. A, Tz. 451

In der ewigen Rente wird zumeist von einer expliziten Abbildung von Kapazitätsoptimierungen abgesehen. Im Hinblick auf die Berücksichtigung von Kapazitätserweiterungen sind mit dem Ertragswertverfahren und dem Dividend Discount Model zwei alternative Modelle zu unterscheiden, die bei konsistenten Annahmen zum selben Wert führen.

Beim **Ertragswertverfahren** nach IDW S 1 i.d.F. 2008 bestehen die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen. In der ewigen Rente erwartete Kapazitätserweiterungen als Resultat von Thesaurierungen bzw. thesaurierungsbedingte Wachstumseffekte werden demnach durch eine direkte Zurechnung als Wertbeitrag aus Thesaurierung erfasst, so dass hierfür kein Wachstumsabschlag erforderlich ist.¹⁹⁴

Aufgrund der mit Ausnahmen der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals vollständigen Zurechnung der finanziellen Überschüsse (sog. fiktive Vollausschüttung) bildet der Wachstumsabschlag im Ertragswertverfahren primär das **inflations- bzw. preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab;¹⁹⁵ maßgeblich ist die unternehmensspezifische Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens.

Beim **Dividend Discount Model** wird dagegen in der ewigen Rente nur der Dividendenanteil, kapitalisiert. Es kommt demnach nicht zu einer direkten Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen. Dieser verbleibende Teil des Ausschüttungspotentials wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung bzw. zur Wachstumsthesaurierung verwendet und liefert einen zusätzlichen

¹⁹⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

¹⁹⁵ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 105 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

Wachstumseffekt. Insofern sind die aus der Thesaurierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt einer „Gesamtwachstumsrate“ zu berücksichtigen.

Nach dem Dividend Discount Model ergibt sich der zum Ertragswertverfahren wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang:¹⁹⁶

$$V_t = \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{r_{EK} - w}$$

mit:

V_t = Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente, ZdE_{t+1} = Zu diskontierendes Ergebnis im ersten Rentenjahr, WbT_{t+1} = Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr, r_{EK} = nachhaltige Eigenkapitalkosten, w = Gesamtwachstumsrate.

Durch Umstellen des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

$$w = r_{EK} - \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{V_t}$$

Diese Gesamtwachstumsrate bildet neben den unternehmensspezifischen Preissteigerungen auch das thesaurierungsbedingte Wachstum ab.¹⁹⁷

Gewinnwachstumsrate

In empirischen Studien zum historischen Gewinnwachstum werden Durchschnittswerte über begrenzte Zeiträume in der Vergangenheit über verschiedene Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen gebildet. Neben einer teilweise nur mangelnden Vergleichbarkeit der dort enthaltenen Unternehmen mit dem jeweiligen Bewertungsobjekt ist zu beachten, dass die angegebenen Wachstumsraten regelmäßig nicht nur das Resultat rein inflationsbedingter Erhöhungen der finanziellen Überschüsse sind, sondern zu einem wesentlichen Teil auch das Ergebnis von sogenannten thesaurierungsbedingten bzw. durch Erweiterungen der Unternehmenskapazität begründeten Gewinnsteigerungen umfassen.¹⁹⁸ Das am Markt beobachtbare Gewinnwachstum ist bewertungstechnisch nicht mit der Wachstumsrate in der ewigen Rente gleichzusetzen, weil bei

¹⁹⁶ Vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

¹⁹⁷ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

¹⁹⁸ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 83 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); LG München I, 27. November 2019, 5 HK O 6321/14, Beschlusstext S. 242 ff.; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, Tz. 89 (juris).

Unternehmen Akquisitionen, Verkäufe und Zusammenschlüsse vorgenommen werden und insbesondere neues Kapital der Gesellschaft zugeführt wird.¹⁹⁹

Schieszl/Bachmann/Amman²⁰⁰ gelangen bei der notwendigen **Thesaurierungsbereinigung** von Unternehmensgewinnen über den Zeitraum von 1972 bis 2011 zu Wachstumsraten zwischen rund 0 % und 2 % bzw. typischerweise zu preisbedingten Wachstumsraten von unter 2 %. Emmert/Becker/Suerbaum²⁰¹ gelangen nach einer **Bereinigung um Mengen- oder Thesaurierungseffekte** für einen Zeitraum von 1998 bis 2020 zu einer rechnerischen Überwältzbarkeit der durchschnittlichen gewichteten Inflationsrate zwischen 54 % und 69 % des operativen Gewinnwachstums. Große Kapitalgesellschaften und Großunternehmen können hiernach im Median etwas mehr als 50 % der gewichteten Inflationsrate weitergeben. Bei einer langfristigen Inflationserwartung von rund 2,0 % würden die Wachstumsabschläge in einer Bandbreite von 0,5 % bis 2,0 % bestätigt.²⁰² Entsprechend wird regelmäßig davon ausgegangen, dass der Wachstumsabschlag unter der allgemeinen Inflationsrate liegt.²⁰³

Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen **nicht völlig inflationssicher** ist.²⁰⁴ Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich.²⁰⁵ Bereits dem Grunde nach wird sich das Management bei der Preissetzung nicht an der **konsumorientierten allgemeinen Inflationsrate** (z. B. gemessen anhand des Verbraucherpreisindex für sämtliche Waren und Dienstleistungen des privaten Bedarfs) orientieren,²⁰⁶ sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass in dem **Inflationsziel der EZB** die unternehmensspezifische Inflation nicht hinreichend abgebildet ist.²⁰⁷ Ein genereller Ansatz in Höhe des Inflationsziels ist somit nicht sachgerecht.

¹⁹⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris).

²⁰⁰ Vgl. Schieszl/Bachmann/Amman, Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715.

²⁰¹ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 882.

²⁰² Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 884 f.

²⁰³ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 247; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 127; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 106 (BeckRS).

²⁰⁴ Vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91, AG 1992, S. 200, 204.

²⁰⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 67 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 70 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS).

²⁰⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 119 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

²⁰⁷ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 29; OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 73; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 82; LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13, Tz. 325 (juris).

Wachstum der finanziellen Überschüsse

Im Zusammenhang mit der Ermittlung des Wachstumsabschlags ist zu betonen, dass es hierbei primär nicht um die Erhöhung von Umsatzerlösen oder die Erhöhung von Aufwendungen geht, sondern um die Wirkung der preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Inflationsrate auf die Saldogröße finanzieller Überschuss, d. h. das **Wachstum der Ergebnisse**.²⁰⁸

Insoweit wird bei einem Wachstumsabschlag von 1,0 % eine absolute **vollständige Überwälzbarkeit preisgetriebener Aufwendungen** unterstellt.²⁰⁹ Eine Argumentation, die isoliert an Aufwands- oder Erlösgrößen ansetzt, ist somit bereits dem Grunde nach verfehlt. Insbesondere hat die Prognose der Umsatzerlöse nichts mit dem rein inflatorisch bedingten Wachstum zu tun.²¹⁰ Statistischen Erhebungen zur Entwicklung von Erlösen muss in Bezug auf den Wachstumsabschlag die Entwicklung der statistischen Preisgrößen für operative Aufwendungen gegenübergestellt werden.²¹¹

Soweit das Verhältnis zwischen der allgemeinen Preissteigerungsrate und dem unternehmensspezifischen Wachstumsabschlag angesprochen wird, ist festzuhalten, dass es zu **keiner vollständigen Überwälzbarkeit der allgemeinen prozentualen Inflationsrate** kommt. Damit wird erkennbar, dass es bei der Einschätzung, ob es zu einer vollständigen oder unvollständigen Überwälzbarkeit kommt, entscheidend auf den Vergleichsmaßstab (Mehrgewinn vs. allgemeine Preissteigerungsrate) ankommt.

Unternehmensspezifische Wachstumsrate

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Gewinns in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden.²¹²

²⁰⁸ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS); OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 222 (juris).

²⁰⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 17. Dezember 2015, 26 W 22/14, Tz. 62 (juris); LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 171; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 83.

²¹⁰ Vgl. OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/19, Beschlusstext S. 22; LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 169.

²¹¹ Vgl. LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 170.

²¹² Vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris).

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können je nach Einzelfall das (forschungsintensive) Geschäftsmodell,²¹³ die langfristige Markt- und Branchenentwicklung,²¹⁴ die zu erwartende Veränderung der Wettbewerbssituation,²¹⁵ demographische Rahmenbedingungen,²¹⁶ mögliche regulatorische Änderungen,²¹⁷ hohe Wettbewerbsintensität,²¹⁸ Rationalisierungsanforderungen und Preisdruck,²¹⁹ Konkurrenzdruck²²⁰ oder die vorliegende und zu erwartende Kundenstruktur²²¹ Einfluss auf die Höhe der unternehmensspezifischen Wachstumsrate haben.

Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate

Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschläge ist die erwartete durchschnittliche Preissteigerung. Als Anhaltspunkte werden in der folgenden Übersicht die aktuellen Prognosen von Bankanalysten sowie des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland, die aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitete Inflationserwartung sowie aktuelle Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

²¹³ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

²¹⁴ Vgl. OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris); OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

²¹⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 83 (BeckRS).

²¹⁶ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62.

²¹⁷ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris).

²¹⁸ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 122 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 175 (BeckRS).

²¹⁹ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS).

²²⁰ Vgl. OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 26.

²²¹ Vgl. OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 107 (juris).

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2024	
Untergrenze der Schätzungen	2,1%
Obergrenze der Schätzungen	2,7%
Gewichteter Durchschnitt	2,4%
2025	
Untergrenze der Schätzungen	1,2%
Obergrenze der Schätzungen	2,5%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%
2026	
Untergrenze der Schätzungen	1,3%
Obergrenze der Schätzungen	2,3%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2024	2,4%
2025	2,0%
2026	2,0%
2027	2,0%
2028	2,0%
2029	2,0%

Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections	
--	--

2024	2,5%
2025	2,2%
2026	1,9%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	
---	--

10-jährige Staatsanleihen	1,93%
25-jährige Staatsanleihen	2,18%

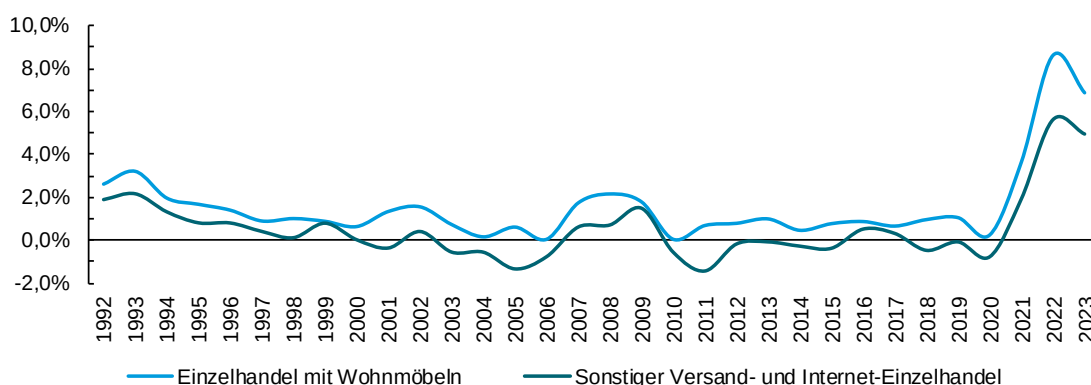
Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds.

Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre moderatere Inflationsraten von rund 2 % oder knapp darüber. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone eine Preissteigerung in Höhe des Inflationsziel von rund 2,0 %. Der Internationale Währungsfonds erwartet ab dem Jahr 2025 in Deutschland eine Veränderung des Verbraucherpreisindex in Höhe von 2,0 %.

Als erster Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich vor dem Hintergrund der im Abschnitt „Methodische Überlegungen“ dargelegten Erkenntnissen sowie diesen Prognosen mittel- bzw. langfristig eine potenzielle Wachstumsrate von **rund 1,0 %**.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition der home24 SE zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Gewinns in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums sowie der Übergangsphase nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden.²²²

Die home24 Gruppe ist in ihren Märkten einem **intensiven Wettbewerb** ausgesetzt. Dies schlägt sich in nur sehr geringen oder z.T. negativen Preiswachstumsraten nieder. Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung der Einzelhandelspreise gemäß den Daten des Statistischen Bundesamts für die Segmente „Einzelhandel mit Wohnmöbeln“ (blaue Linie) und „Sonstiger Versand- und Internet-Einzelhandel“ (petrolfarbene Linie). Letzteres ist das Segment, dem die home24 SE für Zwecke der statistischen Erfassung zugeordnet ist.



Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Darstellung.

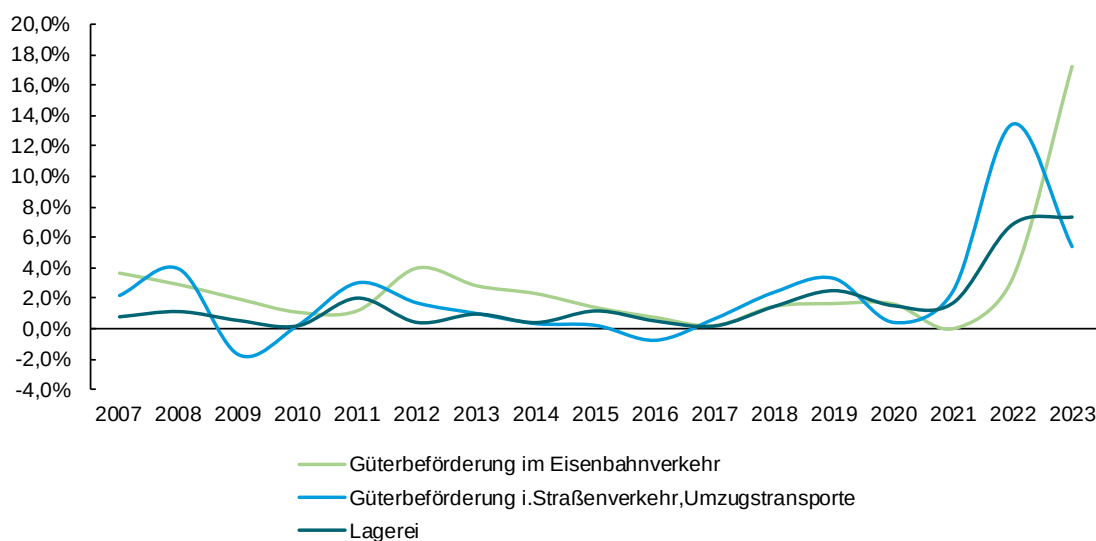
²²² Vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris).

Wie ersichtlich lag die Preisentwicklung im Einzelhandel mit Wohnmöbeln seit Mitte der 1990er-Jahre bis 2020 zwischen 0 % und 2 %, im Mittel ungefähr bei 1 %. Erst in den letzten Jahren ergab sich bedingt durch die Lieferkettenproblematik (2021) sowie die allgemeinen Preissteigerungen seit Beginn des Ukrainekriegs (2022 und 2023) höhere Werte. Beides stellt u.E. aber keine nachhaltig zu erwartende Situation dar.

Ein vergleichbares Bild ergibt sich bei der Betrachtung der Entwicklung des Verbraucherpreisindex „Furniture & Furnishings“ in der Eurozone. Zwischen 2006 und 2020 ergeben sich ebenfalls Preisentwicklungen zwischen 0 % und 2 %²²³.

Die Preisentwicklung im sonstigen Versand- und Internet-Einzelhandel folgt weitestgehend jener des Einzelhandels mit Wohnmöbeln, allerdings um ca. 1 %-Punkte nach unten verschoben. Im Ergebnis ist festzuhalten, dass in dem für die home24 SE relevanten Wirtschaftszweig über die vergangenen 25 Jahre (mit Ausnahme von 2021 bis 2023) praktisch keine Preissteigerungen zu erkennen sind. So weist etwa der vom Statistischen Bundesamt für das Jahr 2020 auf 100,0 normierte Indexwert bereits im Jahr 1993 einen Wert von 100,1 auf.

Kostenseitig ist die home24-Gruppe deutlichen (inflationsbedingten) Preissteigerungen ausgesetzt. In der folgenden Übersicht sind die Preisentwicklungen verschiedener Transport- und Logistikleistungen dargestellt, da Transport- und Logistikkosten für die home24 eine wesentliche Kostenkomponente darstellen:

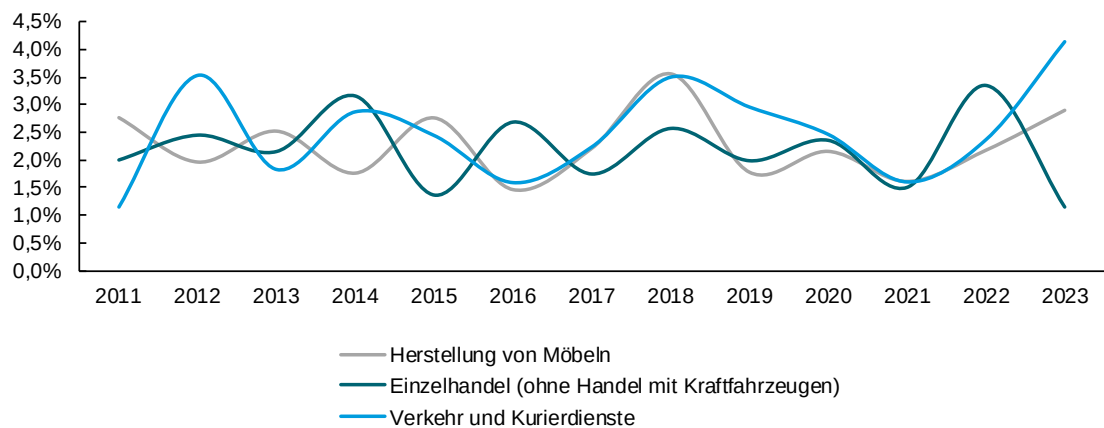


Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Darstellung.

²²³ Vgl. Bloomberg, Eurostat.

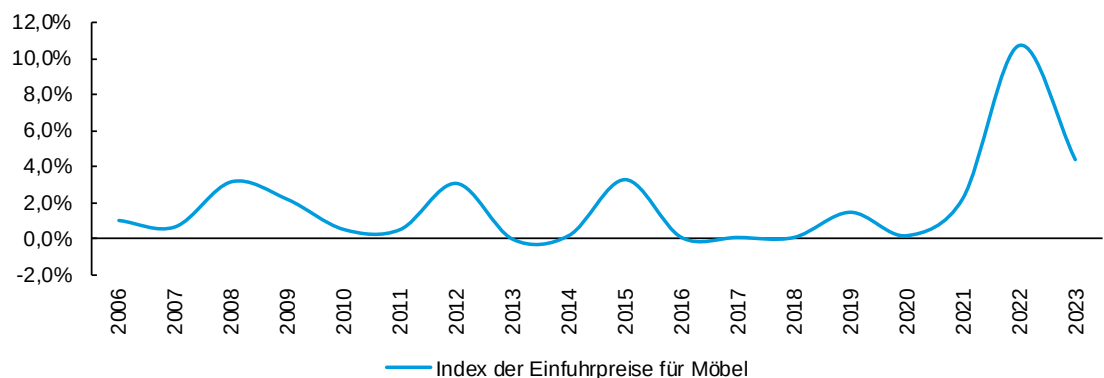
Wie ersichtlich lagen die Preissteigerungen im Transport- und Logistik-Segment in den vergangenen Jahren regelmäßig im Bereich zwischen 1 % und 3 %, wobei auch hier insbesondere in den Jahren 2022 und 2023 deutliche Preissprünge zu verzeichnen waren.

Betrachtet man die Entwicklung der Tarifverdienste in Deutschland, zeigen sich jährliche Wachstumsraten zwischen ca. 1,5 % und 3,5 %:



Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Darstellung.

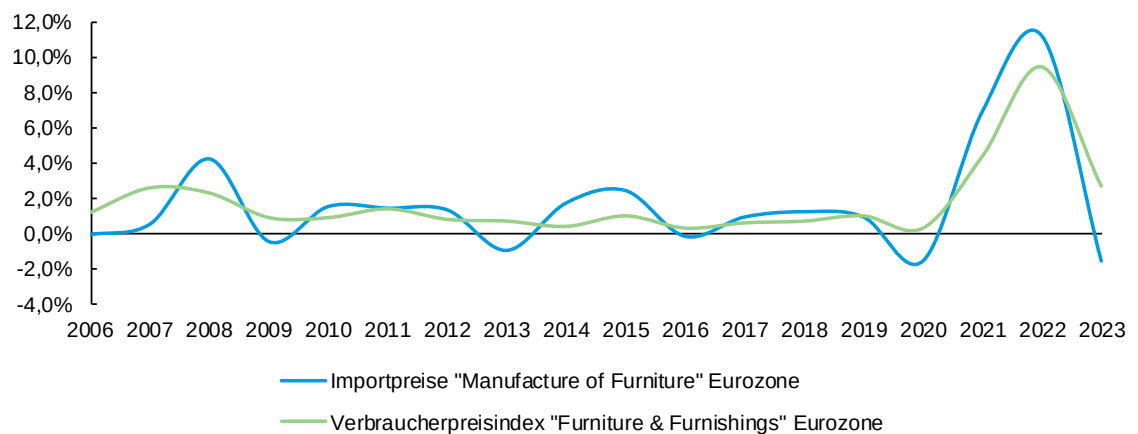
Beide Kostenkomponenten weisen somit langfristige Wachstumsraten auf, die deutlich über den Preisentwicklungen der von home24 verkauften Waren liegen. Ergänzend haben wir, da die home24 einen großen Teil der von ihr gehandelten Möbel aus dem Ausland bezieht, auch die Entwicklung des Index der Einfuhrpreise für Möbel dargestellt:



Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Darstellung.

Hier zeigt sich eine Preisentwicklung zwischen 0 % und 3 %, die ebenfalls eher oberhalb der Absatzpreisentwicklung liegt.

Nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Möbel-Verbraucherpreisindex in der Eurozone sowie die Entwicklung des Importpreisindex der innerhalb der Eurozone verkauften Möbel. Die Grafik zeigt, dass der Importpreisindex im Betrachtungszeitraum tendenziell oberhalb des Verbraucherpreisindex liegt.



Quelle: Eurostat; Bloomberg; eigene Darstellung.

Insgesamt veranschaulicht unsere Analyse, dass die home24 in einem Markt tätig ist, der nur geringe Preissteigerungen auf der Absatzseite erlaubt, während wesentliche Inputfaktoren einer kontinuierlichen Teuerung unterliegen. Ein preisbedingtes Wachstum der bewertungsrelevanten Überschüsse ist daher nur möglich, wenn es der Gesellschaft dauerhaft gelingt, Effizienzsteigerungen zu realisieren.

Unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells sowie der Wettbewerbsaussichten der home24 Gruppe haben wir einen **nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,0 %** bei der Bewertung der home24 SE angesetzt.

d) Ableitung der Kapitalisierungszinssätze

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich wie folgt:

	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	TV 2031
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Typ. Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach Einkommensteuer	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach ESt	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Barwerte jeweils zum Beginn des Gj.	225.449	253.050	278.424	292.069	299.519	299.813	301.373	301.451
verzinsl. FK jeweils zum Beginn des Gj.	162.384	150.327	127.804	124.170	125.198	128.169	132.909	134.541
Verschuldungsgrad	72,03%	59,41%	45,90%	42,51%	41,80%	42,75%	44,10%	44,63%
Betafaktor verschuldet	1,81	1,81	1,67	1,63	1,62	1,62	1,63	1,64
Risikozuschlag	10,40%	10,42%	9,62%	9,38%	9,31%	9,34%	9,40%	9,40%
Wachstumsrate								-1,00%
Kapitalisierungszinssatz	12,24%	12,26%	11,46%	11,22%	11,15%	11,18%	11,24%	10,25%

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Barabfindung führen kann²²⁴. Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart²²⁵ ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen“ Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden²²⁶.

²²⁴ Vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris).

²²⁵ Vgl. OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris); gl.A.: OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 34 (BeckRS).

²²⁶ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 16; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 33/16, Tz. 44 (BeckRS); OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17, Tz. 28 (BeckRS).

5.4. Bewertung der home24 SE

a) Ermittlung des Ertragswerts

Auf der Basis des auf die Aktionäre der home24 SE entfallenden Ergebnisses und unter Anwendung der erläuterten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich der Ertragswert der home24 SE auf den technischen Stichtag (1. Januar 2024) wie folgt:

	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	TV 2031
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Jahresergebnis	-9.581	6.056	19.555	27.106	35.444	34.217	36.170	36.575
Verrechnung mit Gewinnrücklagen	9.581							
Wachstumsthesaurierung								-1.142
Auskehrungspotential (1)	0	6.056	19.555	27.106	35.444	34.217	36.170	35.433
Ausschüttungsquote	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	0	3.028	9.778	13.553	17.722	17.108	18.085	18.288
Dividendenbesteuerung (2)	0	0	0	0	0	0	0	1.890
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	3.028	9.778	13.553	17.722	17.108	18.085	17.145
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	0	399	1.289	1.787	2.337	2.256	2.385	2.659
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3)	0	5.656	18.266	25.319	33.107	31.961	33.785	30.884
Kapitalisierungszinssatz	12,24%	12,26%	11,46%	11,22%	11,15%	11,18%	11,24%	10,25%
Barwertfaktor	0,891	0,794	0,712	0,640	0,576	0,518	0,466	4,546
Barwerte	0	4.489	13.005	16.209	19.068	16.557	15.734	140.387
Ertragswert zum 1. Januar 2024	225.449							

b) Sonderwerte der home24 SE

Nach Auskunft des Vorstands der home24 SE verfügt die Gesellschaft über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von zusätzlich zu berücksichtigendem nicht betriebsnotwendigem Vermögen vor.

c) Unternehmenswert

Zum 13. Dezember 2024 ergibt sich für die home24 SE folgender Unternehmenswert:



Ertragswert zum 1. Januar 2024 [in TEUR]	225.449
Aufzinsungsfaktor	1,116
Ertragswert auf den 13. Dezember 2024 [in TEUR]	251.692
Anzahl Aktien (abzgl. eigene Anteile) [in Stück]	33.722.117
Wert je Aktie [in EUR]	7,46

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der home24 SE zum 13. Dezember 2024 beläuft sich auf rund **TEUR 251.692**.

Bezogen auf eine Zahl von 33.722.117 ausstehenden Aktien (33.724.852 Aktien abzüglich 2.735 eigener Anteile) ergibt sich ein **Wert je Aktie** zum 13. Dezember 2024 von **EUR 7,46**.

5.5. Vergleichsorientierte Bewertung

Zur Ableitung der Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen greifen wir auf Analystenschätzungen des EBIT bzw. EBITDA zurück. Aus dieser Vielzahl der Schätzungen des EBIT bzw. EBITDA, die bei dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg hinterlegt sind, lässt sich das jeweils durchschnittlich erwartete EBIT bzw. EBITDA für die einzelnen Peer-Group-Unternehmen ermitteln. Diese durchschnittlichen Schätzungen dienen dann als repräsentatives Maß für die EBIT- bzw. EBITDA-Erwartung, die der Kapitalmarkt bei der Bewertung der Peer-Group-Unternehmen zu Grunde legt.

Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Unternehmen	EBIT-Multiples			EBITDA-Multiples		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Wayfair Inc	95,9x	44,0x	27,7x	18,4x	14,7x	11,8x
BHG Group AB	19,5x	11,4x	10,1x	8,3x	6,1x	5,3x
MOBLY SA	negativ	negativ	negativ	negativ	14,2x	4,6x
Westwing Group SE	negativ	50,7x	11,6x	6,9x	5,5x	4,3x
Westwing Comercio Varejista SA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Temple & Webster Group Ltd	247,1x	83,5x	40,5x	125,1x	61,9x	34,6x
Vente-Unique.Com SA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

Für Westwing Brazil und Vente-Unique sind keine Analystenprognosen verfügbar. Für die anderen Unternehmen ergibt sich, wie ersichtlich, vorliegend eine sehr weite Bandbreite an Multiplikatoren, was u.E. dem Umstand geschuldet ist, dass einige Peer Group-Unternehmen vor allem in den näher liegenden Planjahren nur leicht positive Ergebnisse erzielen, was bei gegebenem Enterprise Value zu rechnerisch sehr hohen Multiplikatoren führt. Insbesondere für Temple & Webster ergeben sich unplausibel hohe Werte in teilweise dreistelliger Höhe. Wir haben daher Temple & Webster von der weiteren Betrachtung ausgeschlossen. Aus den verbleibenden vier Unternehmen lassen sich die folgenden Multiplikatorbandbreiten ableiten:

Unternehmen	EBIT-Multiples			EBITDA-Multiples		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Wayfair Inc	95,9x	44,0x	27,7x	18,4x	14,7x	11,8x
BHG Group AB	19,5x	11,4x	10,1x	8,3x	6,1x	5,3x
MOBLY SA	-	-	-	-	14,2x	4,6x
Westwing Group SE	-	50,7x	11,6x	6,9x	5,5x	4,3x
Minimum	19,5x	11,4x	10,1x	6,9x	5,5x	4,3x
Median	57,7x	44,0x	11,6x	8,3x	10,1x	5,0x
Mittelwert	57,7x	35,4x	16,5x	11,2x	10,1x	6,5x
Maximum	95,9x	50,7x	27,7x	18,4x	14,7x	11,8x

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

In der nachfolgenden Tabelle sind die Erfolgsgrößen dargestellt, die der vergleichenden Marktbewertung zugrunde gelegt wurden. Weiterhin sind die Wertbandbreiten, die sich für den Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals) und den Equity Value (Marktwert des Eigenkapitals) des Unternehmens ergeben, aufgezeigt. Bei der Überleitung auf den Marktwert des Eigenkapitals haben wir das verzinsliche Fremdkapital sowie die Anteile nicht beherrschender Gesellschafter abgezogen.

Es ergeben sich für die Planjahre 2024 bis 2026 folgende Werte:

	Bezugsgröße: EBIT			Bezugsgröße: EBITDA		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Plan-Ergebnisgröße	-9.892	10.073	29.210	44.445	61.704	75.161
Gesamtunternehmenswert - Minimum	-192.580	115.143	293.863	308.447	342.030	324.115
Gesamtunternehmenswert - Median	-570.661	442.846	339.369	370.885	626.078	372.164
Gesamtunternehmenswert - Mittelwert	-570.661	356.200	480.521	499.644	624.588	488.418
Gesamtunternehmenswert - Maximum	-948.742	510.611	808.329	819.599	904.165	885.228
- Summe verzinsliches (Netto-)Fremdkapital	162.384	162.384	162.384	162.384	162.384	162.384
- Minderheitsanteile	17.230	17.230	17.230	17.230	17.230	17.230
Eigenkapitalwert - Minimum	-372.195	-64.472	114.249	128.833	162.415	144.500
Eigenkapitalwert - Median	-750.276	263.231	159.754	191.271	446.463	192.549
Eigenkapitalwert - Mittelwert	-750.276	176.585	300.906	320.029	444.973	308.803
Eigenkapitalwert - Maximum	-1.128.357	330.996	628.714	639.985	724.550	705.613
Anzahl Aktien	33.722.117	33.722.117	33.722.117	33.722.117	33.722.117	33.722.117
Wert je Aktie in EUR - Minimum	negativ	negativ	3,39	3,82	4,82	4,29
Wert je Aktie in EUR - Median	negativ	7,81	4,74	5,67	13,24	5,71
Wert je Aktie in EUR - Mittelwert	negativ	5,24	8,92	9,49	13,20	9,16
Wert je Aktie in EUR - Maximum	negativ	9,82	18,64	18,98	21,49	20,92

Quelle: Eigene Berechnungen.

Auf Basis der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren der Peer Group ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie der home24 SE zwischen EUR 3,39 und EUR 21,49. Die Mittelwerte liegen zwischen EUR 5,24 und EUR 13,20 je Aktie, die Mediane zwischen EUR 4,74 und EUR 13,24 je Aktie.

Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen liegt. Es liegen keine Hinweise dafür vor, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert je Aktie zu niedrig bemessen ist.

6. Ergebnis

Die RAS Beteiligungs GmbH, Wien/Österreich, ein Unternehmen der XXXLutz KG, Wels/Österreich, hat uns den Auftrag erteilt, den objektivierten Unternehmenswert der home24 SE unter Beachtung des IDW S 1 i.d.F. 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. sowie die angemessene Barabfindung nach § 327b AktG für den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze Out) zu ermitteln. Im Sinne der Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 waren wir in der Funktion eines neutralen Gutachters tätig.

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der home24 SE zum 13. Dezember 2024 beläuft sich auf rund **TEUR 251.692**. Bezogen auf eine Zahl von 33.722.117 ausstehenden Aktien (nach Abzug eigener Anteile) ergibt sich ein Wert je Aktie zum 13. Dezember 2024 von **EUR 7,46**.

Der zum Bewertungsstichtag relevante, auf Basis der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg errechnete gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs beträgt **EUR 4,95**.

Der maßgebliche Dreimonatsdurchschnittskurs liegt damit unter dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten anteiligen Unternehmenswert je Aktie. Die angemessene Barabfindung im Sinne von § 327b AktG beträgt damit **EUR 7,46**.

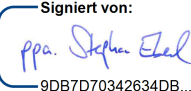
Wir erstatten diese Stellungnahme nach bestem Wissen auf Grund unserer sorgfältigen Untersuchungen und der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte sowie gestützt auf die Berufsgrundsätze der Wirtschaftsprüfer.

Stuttgart, 29. Oktober 2024

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

DocuSigned by:

B7E2726420704BB...
Dr. Matthias Popp
Wirtschaftsprüfer

Signiert von:

9DB7D70342634DB...
Dr. Stephan Eberl

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

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

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

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

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

Anlage 2
Übertragungsverlangen der RAS Beteiligungs GmbH

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

Dr. Benjamin Leyendecker
Durchwahl:
+49 89 2030 6043
ben.leyendecker@kirkland.com

Maximilianstraße 11
80539 München
Deutschland

Telefon:
+49 89 2030 6000

www.kirkland.com

Telefax:
+49 89 2030 6100

An den Vorstand der
home24 SE
Otto-Ostrowski-Straße 3
10249 Berlin

RAS Beteiligungs GmbH

Verlangen des Hauptaktionärs zur Beschlussfassung über einen aktienrechtlichen Squeeze-Out gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

München, 20. August 2024

Sehr geehrte Herren,

die RAS Beteiligungs GmbH, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wien, Österreich, mit Geschäftsanschrift Kelsenstraße 9, 1030 Wien, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Handelsgerichts Wien unter der Registernummer FN 94005 v, hält zum heutigen Tage 32.363.910 Aktien an der home24 SE, eine nach deutschem Recht gegründete europäische Aktiengesellschaft (*societas europaea*) mit Sitz in Berlin, Deutschland, mit Geschäftsanschrift Otto-Ostrowski-Straße 3, 10249 Berlin, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 196337 B (die "**Gesellschaft**").

I.

RAS Beteiligungs GmbH als Hauptaktionär

Das Grundkapital der Gesellschaft ist eingeteilt in insgesamt 33.724.852 auf den Inhaber lautende ausgegebene Stückaktien ohne Nennbetrag, auf die jeweils ein anteiliger Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 entfällt. Hiervon hält die Gesellschaft zum heutigen Tag 2.735 eigene Aktien, die bei den nachfolgenden Berechnungen der Anteilsverhältnisse gemäß § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG unberücksichtigt bleiben.

Die Beteiligung der RAS Beteiligungs GmbH entspricht zum heutigen Tage ca. 95,97 % des Grundkapitals. Die RAS Beteiligungs GmbH hat zum Zwecke der Durchführung des Squeeze-Outs Wertpapierdarlehen mit der XXXLutz KG, LSW GmbH, SGW-Immo-GmbH und Herrn Wilhelm Josten abgeschlossen, auf deren Basis die von der jeweiligen Gesellschaft

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

bzw. Person gehaltenen Aktien jeweils auf die RAS Beteiligungs GmbH dinglich übertragen wurden.

Die für die RAS Beteiligungs GmbH durch die UniCredit Bank AG, Arabellastraße 12, 81925 München, ausgestellten Depotbestätigungen sind diesem Verlangen als **Anlage 1** beigefügt.

Somit hält die RAS Beteiligungs GmbH insgesamt 32.363.910 Aktien bzw. ca. 95,97 % des Grundkapitals der Gesellschaft als rechtliche Eigentümerin und ist damit Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

II. Squeeze-Out Verlangen

Vor diesem Hintergrund richte ich hiermit im Namen der RAS Beteiligungs GmbH das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft, über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft auf die RAS Beteiligungs GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG in einer noch einzuberufenden außerordentlichen Hauptversammlung beschließen zu lassen (aktienrechtlicher Squeeze-Out). Die zugrunde liegende Vollmacht ist diesem Verlangen als **Anlage 2** beigefügt.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung je auf den Namen lautende Stückaktie der Gesellschaft wird unter anderem auf der Grundlage einer noch abzuschließenden Unternehmensbewertung festgelegt und separat im Rahmen des konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangens mitgeteilt.

Der Vorstand der Gesellschaft wird gebeten, alle für die Fassung des Übertragungsbeschlusses gemäß §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und dem Hauptaktionär gemäß § 327b Abs. 1 S. 2 AktG alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen.

Vor der Einberufung der Hauptversammlung werden wir Ihnen entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen folgende zusätzlichen Unterlagen gesondert übermitteln:

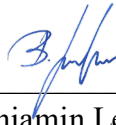
- Beschlussvorlage an die Hauptversammlung zum Übertragungsbeschluss;
- Mitteilung der festgelegten Höhe der angemessenen Barabfindung je Aktie;
- Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG;
- Übertragungsbericht des Hauptaktionärs im Sinne von § 327c Abs. 2 S. 1 AktG mit einer Darlegung der Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minder-

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

heitsaktionäre sowie einer Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung.

Die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wird durch einen vom Landgericht Berlin II auszuwählenden und zu bestellenden sachverständigen Prüfer geprüft. Einen entsprechenden Antrag wird die RAS Beteiligungs GmbH zeitnah beim Landgericht Berlin II stellen.

Namens und im Auftrag der RAS Beteiligungs GmbH:



Dr. Benjamin Leyendecker
Rechtsanwalt, Partner
Kirkland & Ellis International LLP

Anlagen

- Anlage 1: Depotbestätigungen der RAS Beteiligungs GmbH
- Anlage 2: Vollmacht

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

Anlage 1

Depotbestätigungen der RAS Beteiligungs GmbH

Einzelauflistung Ihres Portfolios

zum 19.08.2024 in Euro

Bezeichnung	WKN Risikoklasse	Anzahl/Nominal Stück/Währung	Einstandskurs Letzte Best.-Erh.	Aktueller Kurs Kursdatum	Marktwert EUR davon Stückzinsen	Kurserfolg EUR in %
Aktien > Europa > Einzelhandel						
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	6.574.673 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	1.181.849 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	3.353.250 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	13.491.964 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	593.163 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	6.574.674 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB 5	594.337 Stk.	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████	██████████ ██████████
Gesamt Aktien					██████████ ██████████	██████████ ██████████
Gesamt Portfolio					██████████ ██████████	██████████ ██████████

Bitte beachten Sie, dass Vergangenheitswerte kein verlässlicher Indikator für die Zukunft sind.

RAS Beteiligungs GmbH
LSW GmbH
SGW-Immo-GmbH
XXXLutz KG
XXXLutz Verwaltungs GmbH
LSW Privatstiftung
WSF Privatstiftung

22. Oktober 2024

An die / to
home24 SE
- Vorstand / Management Board -
Otto-Ostrowski-Straße 3
10249 Berlin

Betrifft: Mitteilungen gem. § 20 AktG

Re: Notices pursuant to Section 20 of the
German Stock Corporation Act (*AktG*)

Sehr geehrter Herr Appelhoff,
Sehr geehrter Herr Steinhäuser,

Dear Mr. Appelhoff,
Dear Mr. Steinhäuser,

hiermit teilen Ihnen die nachstehenden Mit-
teilungspflichtigen, jede Mitteilungspflich-
tige handelnd für sich allein, die in den ein-
zelnen untenstehenden Mitteilungen er-
sichtlichen Beteiligungen an der *home24 SE*
mit:

the following notifying persons, acting sever-
ally, not jointly, each herewith notify you
about the participations in *home24 SE* as dis-
closed in each of the following notifications:

RAS Beteiligungs GmbH
mit Sitz in / with registered office at
Wien, Österreich / Vienna, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 1**" /
also referred to as "**Notifying Person 1**")

LSW GmbH
mit Sitz in / with registered office at
Wels, Österreich / Wels, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 2**" /
also referred to as "**Notifying Person 2**")

SGW-Immo-GmbH
mit Sitz in / with registered office at
Wels, Österreich / Wels, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 3**" /
also referred to as "**Notifying Person 3**")

XXXLutz KG
mit Sitz in / with registered office at
Wels, Österreich / Wels, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 4**" /
also referred to as "**Notifying Person 4**")

XXXLutz Verwaltungs GmbH
mit Sitz in / with registered office at
Wels, Österreich / Wels, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 5**" /
also referred to as "**Notifying Person 5**")

LSW Privatstiftung
mit Sitz in / with registered office at
Wels, Österreich / Wels, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 6**" /
also referred to as "**Notifying Person 6**")

WSF Privatstiftung
mit Sitz in / with registered office at
Wels, Österreich / Wels, Austria
(nachfolgend auch die "**Mitteilungspflichtige zu 7**" /
also referred to as "**Notifying Person 7**")

Die Mitteilungspflichtige zu 1 (RAS Beteiligungs GmbH) teilt Ihnen hiermit

- gemäß § 20 Abs. 1 und Abs. 3 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, sowohl unmittelbar als auch mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG mehr als der vierte Teil

The Notifying Person 1 (RAS Beteiligungs GmbH) notifies you

- pursuant to Section 20 para. 1 and para. 3 Stock Corporation Act ("**AktG**") that it directly as well as indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in

der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie

- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr sowohl unmittelbar als auch mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

Die Mitteilungspflichtige zu 2 (LSW GmbH) teilt Ihnen hiermit

- gemäß § 20 Abs. 1 und Abs. 3 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, unmittelbar und mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG insgesamt mehr als der vierte Teil der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie
- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr unmittelbar und mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG insgesamt eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

Die Mitteilungspflichtige zu 3 (SGW-Immo-GmbH) teilt Ihnen hiermit

- gemäß § 20 Abs. 1 und Abs. 3 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, unmittelbar und mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG insgesamt mehr als der vierte Teil der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie

home24 SE, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as

- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it directly as well as indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

The Notifying Person 2 (LSW GmbH) notifies you

- pursuant to Section 20 para. 1 and para. 3 AktG that it directly and indirectly combined due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in *home24 SE*, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as
- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it directly and indirectly combined due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

The Notifying Person 3 (SGW-Immo-GmbH) notifies you

- pursuant to Section 20 para. 1 and para. 3 AktG that it directly and indirectly combined due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in *home24 SE*, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as

- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr unmittelbar und mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG insgesamt eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

Die Mitteilungspflichtige zu 4 (XXXLutz KG) teilt Ihnen hiermit

- gemäß § 20 Abs. 1 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, unmittelbar und mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG insgesamt mehr als der vierte Teil der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie
- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr unmittelbar und mittelbar aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG insgesamt eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

Die Mitteilungspflichtige zu 5 (XXXLutz Verwaltungs GmbH) teilt Ihnen hiermit

- gemäß § 20 Abs. 1 AktG und Abs. 3 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG mittelbar mehr als der vierte Teil der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie
- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr aufgrund Zurechnung nach § 16

- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it directly and indirectly combined due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

The Notifying Person 4 (XXXLutz KG) notifies you

- pursuant to Section 20 para. 1 AktG that it directly and indirectly combined due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in *home24 SE*, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as
- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it directly and indirectly combined due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

The Notifying Person 5 (XXXLutz Verwaltungs GmbH) notifies you

- pursuant to Section 20 para. 1 AktG that it indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in *home24 SE*, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as
- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG

Abs. 4 AktG mittelbar eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

Die Mitteilungspflichtige zu 6 (LSW Privatstiftung) teilt Ihnen hiermit

The Notifying Person 6 (LSW Privatstiftung) notifies you

- gemäß § 20 Abs. 1 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG mittelbar mehr als der vierte Teil der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie
- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG mittelbar eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

- pursuant to Section 20 para. 1 AktG that it indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in *home24 SE*, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as
- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

Die Mitteilungspflichtige zu 7 (WSF Privatstiftung) teilt Ihnen hiermit

The Notifying Person 7 (WSF Privatstiftung) notifies you

- gemäß § 20 Abs. 1 AktG mit, dass ihr, auch ohne Hinzurechnung nach § 20 Abs. 2 AktG, aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG mittelbar mehr als der vierte Teil der Aktien der *home24 SE* gehört, sowie
- gemäß § 20 Abs. 4 AktG mit, dass ihr aufgrund Zurechnung nach § 16 Abs. 4 AktG mittelbar eine Mehrheitsbeteiligung (§ 16 Abs. 1 AktG) an der *home24 SE* gehört.

- pursuant to Section 20 para. 1 AktG that it indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds more than one quarter of the shares in *home24 SE*, without additions pursuant to Section 20 para. 2 AktG, as well as
- pursuant to Section 20 para. 4 AktG that it indirectly due to attribution pursuant to Section 16 para. 4 AktG holds a majority interest (Section 16 para. 1 AktG) in *home24 SE*.

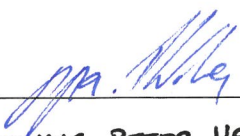
Diese Mitteilungen unterliegen deutschem Recht. Allein maßgeblich ist die deutsche Fassung dieser Erklärungen.

These notices are governed by German law. The German version of these declarations prevails.

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

Name:

als Vertreter der / on behalf of
RAS Beteiligungs GmbH

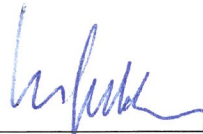
 

Name: MAG. PETER WRBA MAG. MICHAEL SEIFERT
als Vertreter der / on behalf of
RAS Beteiligungs GmbH

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

Name:

als Vertreter der / on behalf of
LSW GmbH



Name: **DR. ANDREAS SEIFERT**

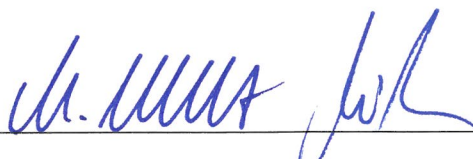
als Vertreter der / on behalf of
LSW GmbH

*[Unterschriftenseite für Mitteilungen nach § 20 AktG / Signature page to notifications
pursuant to Section 20 AktG]*

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

Name:

als Vertreter der / on behalf of
SGW-Immo-GmbH



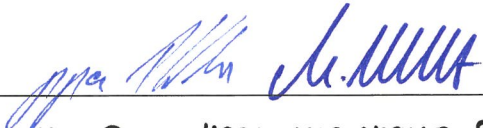
Name: **MAG. MICHAEL SEIFERT**
MAG. CHRISTIAN MITTERHAUSER
als Vertreter der / on behalf of
SGW-Immo-GmbH

*[Unterschriftenseite für Mitteilungen nach § 20 AktG / Signature page to notifications
pursuant to Section 20 AktG]*

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

Name:

als Vertreter der / on behalf of
XXXLutz KG



Name: **MAG. PETER HRBA** **MAG. MICHAEL SEIFERT**

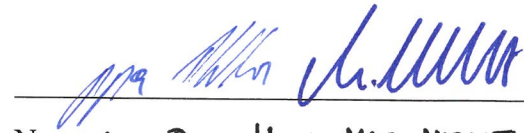
als Vertreter der / on behalf of
XXXLutz KG

*[Unterschriftenseite für Mitteilungen nach § 20 AktG / Signature page to notifications
pursuant to Section 20 AktG]*

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

Name:

als Vertreter der / on behalf of
XXXLutz Verwaltungs GmbH

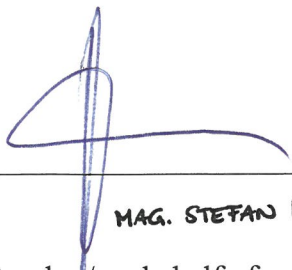


Name: MAG. PETER WRBA MAG. MICHAEL SEIFERT

als Vertreter der / on behalf of
XXXLutz Verwaltungs GmbH

*[Unterschriftenseite für Mitteilungen nach § 20 AktG / Signature page to notifications
pursuant to Section 20 AktG]*

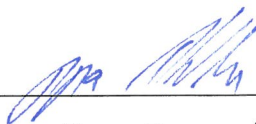
Mit freundlichen Grüßen / Kind regards



Name:

MAG. STEFAN HASLINGER

als Vertreter der / on behalf of
LSW Privatstiftung



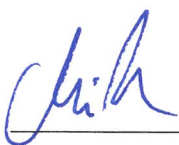
Name:

MAG. PETER WRBA

als Vertreter der / on behalf of
LSW Privatstiftung

*[Unterschriftenseite für Mitteilungen nach § 20 AktG / Signature page to notifications
pursuant to Section 20 AktG]*

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards



Name: **MAG. CHRISTIAN MITTERHAUSER**

als Vertreter der / on behalf of
WSF Privatstiftung



Name: **GEORG STARHEMBERG**

als Vertreter der / on behalf of
WSF Privatstiftung

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

Dr. Benjamin Leyendecker
Durchwahl:
+49 89 2030 6043
ben.leyendecker@kirkland.com

Maximilianstraße 11
80539 München
Deutschland

Telefon:
+49 89 2030 6000

www.kirkland.com

Telefax:
+49 89 2030 6100

An den Vorstand der
home24 SE
Otto-Ostrowski-Straße 3
10249 Berlin

RAS Beteiligungs GmbH

Konkretisiertes Verlangen des Hauptaktionärs zur Beschlussfassung über einen aktienrechtlichen Squeeze-Out gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

München, 29. Oktober 2024

Sehr geehrte Herren,

die RAS Beteiligungs GmbH, eine nach dem Recht der Republik Österreich gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Wien, Österreich, mit Geschäftsanschrift Kelsenstraße 9, 1030 Wien, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 94005 v, hält derzeit ausweislich der als **Anlage 1** beigefügten Depotbestätigungen der UniCredit unmittelbar 32.363.910 Aktien an der home24 SE, eine nach deutschem Recht gegründete europäische Aktiengesellschaft (*societas europaea*) mit Sitz in Berlin, Deutschland, mit Geschäftsanschrift Otto-Ostrowski-Straße 3, 10249 Berlin, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 196337 B (die „Gesellschaft“).

I.

RAS Beteiligungs GmbH als Hauptaktionär

Das Grundkapital der Gesellschaft ist eingeteilt in insgesamt 33.724.852 auf den Inhaber lautende ausgegebene Stückaktien ohne Nennbetrag, auf die jeweils ein anteiliger Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00 entfällt. Hiervon hält die Gesellschaft zum heutigen Tag 2.735 eigene Aktien, die bei den Berechnungen der Anteilsverhältnisse gemäß § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG unberücksichtigt bleiben.

Die Beteiligung der RAS Beteiligungs GmbH mit insgesamt 32.363.910 Aktien entspricht zum heutigen Tage daher 95,97 % des Grundkapitals. Somit ist die RAS Beteiligungs GmbH Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

II.

Konkretisiertes Squeeze-Out Verlangen

Mit Schreiben vom 20. August 2024 hat die RAS Beteiligungs GmbH das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Gesellschaft auf die RAS Beteiligungs GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG in einer noch einzuberufenden Hauptversammlung beschließen zu lassen (aktienrechtlicher Squeeze-out).

Ich stelle hiermit im Namen der RAS Beteiligungs GmbH nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG in Bestätigung und Konkretisierung des Verlangens vom 20. August 2024, das am 22. Oktober 2024 mit der Übermittlung der aktualisierten Mitteilung nach § 20 AktG vervollständigt und am selben Tag von der Gesellschaft bekannt gemacht wurde, das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft, den Tagesordnungspunkt *"Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der home24 SE auf die RAS Beteiligungs GmbH, Wien, Republik Österreich, gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) („SE-VO“) in Verbindung mit §§ 327a ff. AktG (aktienrechtlicher Squeeze-out)"* auf die Tagesordnung der anstehenden außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu setzen. Die zugrunde liegende Vollmacht ist diesem Verlangen als **Anlage 2** beigelegt.

Die RAS Beteiligungs GmbH setzt die Höhe der Barabfindung auf EUR 7,46 je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der Gesellschaft fest.

Der vorgeschlagene Übertragungsbeschluss soll wie folgt lauten:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der home24 SE mit Sitz in Berlin werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der RAS Beteiligungs GmbH mit Sitz in Wien, Republik Österreich, eingetragen im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 94005 v (Hauptaktionär), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 7,46 je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie auf den Hauptaktionär übertragen.“

Der schriftliche Bericht der RAS Beteiligungs GmbH an die Hauptversammlung der Gesellschaft wird noch gesondert übermittelt. Er wird die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre darlegen und die Angemessenheit der Barabfindung erläutern und begründen.

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

Die Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts nach § 327b Abs. 3 AktG wurde bereits entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen rechtzeitig vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung übermittelt.

Namens und im Auftrag der RAS Beteiligungs GmbH:



Dr. Benjamin Leyendecker
Rechtsanwalt, Partner
Kirkland & Ellis International LLP

Anlagen

- Anlage 1: Depotbestätigungen der RAS Beteiligungs GmbH
- Anlage 2: Vollmacht

KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP

Anlage 1

Depotbestätigungen der RAS Beteiligungs GmbH

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	6.574.674,00	5,80 EUR	25.10.2024		38.133.109,2 0	0,00	38.133.109,2 0
Summe Depotposition Gesamt						38.133.109,2 0	0,00	38.133.109,2 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	6.574.673,00	5,80 EUR	25.10.2024		38.133.103,4 0	0,00	38.133.103,4 0
Summe Depotposition Gesamt						38.133.103,4 0	0,00	38.133.103,4 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	13.491.964,0 0	5,80 EUR	25.10.2024		78.253.391,2 0	0,00	78.253.391,2 0
Summe Depotposition Gesamt						78.253.391,2 0	0,00	78.253.391,2 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	3.353.250,00	5,80 EUR	25.10.2024		19.448.850,0 0	0,00	19.448.850,0 0
Summe Depotposition Gesamt						19.448.850,0 0	0,00	19.448.850,0 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIEN O.N.	A14KEB	1.181.849,00	5,80 EUR	25.10.2024		6.854.724,20	0,00	6.854.724,20
Summe Depotposition Gesamt						6.854.724,20	0,00	6.854.724,20

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIEN O.N.	A14KEB	593.163,00	5,80 EUR	25.10.2024		3.440.345,40	0,00	3.440.345,40
Summe Depotposition Gesamt						3.440.345,40	0,00	3.440.345,40

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIEN O.N.	A14KEB	594.337,00	5,80 EUR	25.10.2024		3.447.154,60	0,00	3.447.154,60
Summe Depotposition Gesamt						3.447.154,60	0,00	3.447.154,60

Anlage 3
Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH

(jedem Minderheitsaktionär der)
home 24 SE

UniCredit Bank GmbH
FTC Guarantees
Arabellastr. 12
81925 München
Telefon: +49 89/378-0
SWIFT: HYVEDEMMXXX
E-Mail: guarantees@unicredit.de

Ihr Gesprächspartner
Kirsten Eberhardt

Telefon
+49 40 3692 3273

Datum
25.10.2024

Gewährleistungserklärung nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) (im Folgenden „SE-VO“) i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG zugunsten der Minderheitsaktionäre der home24 SE für die Barabfindungsverpflichtung der Hauptaktionärin

Nr.: 31134020537086

Die RAS Beteiligungs GmbH mit Sitz in Wien, Österreich, eingetragen im Firmenbuch der Republik Österreich des Handelsgerichts Wien unter der Registernummer FN 94005 v („RAS“) hat uns mitgeteilt, dass sie zum heutigen Tage unmittelbar 32.363.910 der insgesamt 33.724.852 ausgegebenen auf den Namen lautenden Stückaktien an der home24 SE mit Sitz in Berlin, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 196337 B („Gesellschaft“), und somit unmittelbar einen Anteil in Höhe von 95,97% des Grundkapitals der Gesellschaft i.S.v. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 2 Satz 2 AktG hält; 2.735 der ausgegebenen Aktien hält die Gesellschaft selbst. Die RAS ist folglich Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.

Gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG hat die RAS das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen und die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien sämtlicher übriger Aktionäre („Minderheitsaktionäre“) auf die RAS als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die RAS hat als Barabfindung einen Betrag in Höhe von EUR 7,46 je Aktie festgelegt.

Gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft gehen kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug einen Anspruch gegen die Hauptaktionärin auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir, die UniCredit Bank GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 289472, als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 7,46 je auf die Hauptaktionärin übergegangene Aktie der Gesellschaft zu zahlen.

Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der RAS zur Zahlung von Zinsen gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB.

Jeder Minderheitsaktionär der Gesellschaft erwirbt aus dieser Gewährleistungserklärung im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter im Sinne von § 328 BGB einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen uns. Wir können aus dieser Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Der Anspruch eines Minderheitsaktionärs uns gegenüber aus dieser Gewährleistungserklärung wird mit dem Anspruch auf die Barabfindung gegen die Hauptaktionärin fällig und erlischt, wenn sein Anspruch auf die Barabfindung erlischt. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur RAS ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich deutschem Recht.

UniCredit Bank GmbH



S. Göbel Sievers

Anlage 4
Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	6.574.674,00	5,80 EUR	25.10.2024		38.133.109,2 0	0,00	38.133.109,2 0
Summe Depotposition Gesamt						38.133.109,2 0	0,00	38.133.109,2 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	6.574.673,00	5,80 EUR	25.10.2024		38.133.103,4 0	0,00	38.133.103,4 0
Summe Depotposition Gesamt						38.133.103,4 0	0,00	38.133.103,4 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	13.491.964,0 0	5,80 EUR	25.10.2024		78.253.391,2 0	0,00	78.253.391,2 0
Summe Depotposition Gesamt						78.253.391,2 0	0,00	78.253.391,2 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	3.353.250,00	5,80 EUR	25.10.2024		19.448.850,0 0	0,00	19.448.850,0 0
Summe Depotposition Gesamt						19.448.850,0 0	0,00	19.448.850,0 0

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIE O.N.	A14KEB	1.181.849,00	5,80 EUR	25.10.2024		6.854.724,20	0,00	6.854.724,20
Summe Depotposition Gesamt						6.854.724,20	0,00	6.854.724,20

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIEN O.N.	A14KEB	593.163,00	5,80 EUR	25.10.2024		3.440.345,40	0,00	3.440.345,40
Summe Depotposition Gesamt						3.440.345,40	0,00	3.440.345,40

Stichtagsbewertung per Bestand: 28.10.2024 und Kursen per: 28.10.2024

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
HOME24 SE INHABER-AKTIEN O.N.	A14KEB	594.337,00	5,80 EUR	25.10.2024		3.447.154,60	0,00	3.447.154,60
Summe Depotposition Gesamt						3.447.154,60	0,00	3.447.154,60

Anlage 5
Übersicht über die home24-Gruppe zum 30. Juni 2024

Tochtergesellschaft	Geschäftssitz	Gegenstand	Beteiligungsquote
Mobly Comercio Varejista Ltda. und verbundene Beteiligungen			
Jade 1216. GmbH	Berlin, Deutschland	Holding	100,00%
Jade 1412. GmbH	Berlin, Deutschland	Holding	100,00%
home24 Holding GmbH & Co. KG	Berlin, Deutschland	Holding	99,79%
Mobly S.A.*	São Paulo, Brasilien	Holding	51,05%
Mobly Hub Transportadora Ltda.*	São Paulo, Brasilien	Logistik	51,05%
Mobly Comercio Varejista Ltda.*	São Paulo, Brasilien	Onlineshop	51,05%
Mobly Tech Ltda.*/**	São Paulo, Brasilien	IT	51,05%
Übrige Tochtergesellschaften			
SPV-4 Furniture Services GmbH***	Berlin, Deutschland	Holding	100,00%
home24 Verwaltungs GmbH	Berlin, Deutschland	Komplementär	100,00%
home24 eTrading GmbH	Berlin, Deutschland	nicht-operativ	100,00%
home24 eLogistics GmbH & Co. KG	Berlin, Deutschland	Logistik	100,00%
Club of Style (Shenzen) Ltd.	Shenzen, China	Service	100,00%
Fashion4home Inc.	Dover, USA	nicht-operativ	100,00%
home24 Outlet GmbH	Berlin, Deutschland	Retail	100,00%
home24 Retail GmbH	Berlin, Deutschland	Service	100,00%
Ideenreich Invest GmbH	Köln, Deutschland	Holding	100,00%
Butlers Holding GmbH & Co. KG	Köln, Deutschland	Holding	100,00%
Butlers Holding Management GmbH	Köln, Deutschland	Holding	100,00%
Butlers Invest GmbH	Köln, Deutschland	Service	100,00%
Butlers GmbH & Co. KG	Köln, Deutschland	Retail	100,00%
Butlers Beteiligungs GmbH	Köln, Deutschland	Holding	100,00%

Butlers Import GmbH	Köln, Deutschland	Import	100,00%
Butlers Handel GmbH	Köln, Deutschland	Retail	100,00%
Nicht in den Konsolidierungskreis einbezogene Tochtergesellschaften			
Butlers Comercio España S.L.***	Madrid, Spanien	nicht-operativ	100,00%
Butlers Comercio España S.L., S.C.***	Madrid, Spanien	nicht-operativ	100,00%
Butlers Trading Ltd.***	London, Großbritannien	nicht-operativ	100,00%
Toprange GmbH***	Köln, Deutschland	nicht-operativ	100,00%
Union Wealthy Trading Ltd.	Hongkong, China	nicht-operativ	100,00%

* Durchgerechneter Konzernanteil unter Berücksichtigung von nicht beherrschenden Anteilen auf Ebene der Zwischenholding

** Gegründet in 2023

*** in Liquidation

Anlage 6
Übersicht der mit der RAS Beteiligungs GmbH
verbundenen Unternehmen

