
Bericht

**über die Prüfung der Angemessenheit der
Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2
AktG für die beabsichtigte Übertragung der
Aktien der Minderheitsaktionäre der**

**home24 SE,
Berlin,**

auf die

**RAS Beteiligungs GmbH,
Wien/Österreich**

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
INHALTSVERZEICHNIS	I
ANLAGEN	III
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	IV
TABELLENVERZEICHNIS	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	VIII
A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
I. Auftrag	1
II. Auftragsdurchführung	3
B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG	10
C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	12
I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung	12
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung	14
1. Vorbemerkung	14
2. Ertragswert und Discounted Cash Flow	15
3. Börsenkurs	17
4. Liquidationswert	20
5. Substanzwert	21
6. Vergleichende Marktbewertung	21
7. Vorerwerbe	21
8. Ergebnis	22
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	23
D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN	24
I. Bewertungsobjekt	24
1. Rechtliche Grundlagen	24
2. Wirtschaftliche Grundlagen	27
3. Markt und Wettbewerbssituation	42

	a) Marktumfeld	42
	b) Wettbewerbsumfeld	56
II.	Bewertungsstichtag	65
III.	Analyse des Börsenkurses	66
	1. Marktmenge und Markttiefe	68
	2. Weitere Liquiditätskennzahlen	70
	3. Kursausschläge oder Kursmanipulationen	73
	4. Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten	74
	5. Zusammenfassendes Ergebnis	75
IV.	Ermittlung des Unternehmenswertes	76
	1. Vergangenheitsanalyse	76
	a) Vorbemerkung	76
	b) Ertragslage	77
	c) Vermögens- und Finanzlage	82
	2. Planungsprozess	86
	3. Planungstreue	88
	4. Analyse der Planung	91
	a) Vorbemerkung	91
	b) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)	95
	c) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der ewigen Rente	104
	d) Finanzergebnis	105
	e) Ertragsteuern des Unternehmens	107
	f) Nicht beherrschende Anteile	109
	g) Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Planungsrechnung	109
	5. Ableitung der Nettoausschüttungen	111
	a) Ausschüttungsverhalten	111
	b) Ertragsteuern der Anteilseigner	112
	c) Darstellung der Nettoausschüttungen	113
	6. Kapitalisierungszinssatz	114
	a) Vorbemerkung	114
	b) Basiszinssatz	114
	c) Risikozuschlag	115
	d) Wachstumsabschlag	127
	e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze	129
	7. Ertragswert des operativen Geschäfts	130
	8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte	131
	9. Unternehmenswert und Wert je Aktie	131
V.	Vergleichende Marktbewertung	133
E.	ABLEITUNG DER BARABFINDUNG	137
F.	ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG	138

ANLAGEN

- 1 Beschluss des Landgerichts Berlin II - Kammer für Handelssachen 102, vom 22. August 2024 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)
- 2 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme	7
Abbildung 2:	Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der home24 SE	26
Abbildung 3:	Umsatzentwicklung des home24-Konzern nach Segmenten in den Jahren 2019 bis 2023	28
Abbildung 4:	Entwicklung des Bruttowarenvolumens des home24-Konzern nach Segmenten in den Jahren 2021 bis 2023	29
Abbildung 5:	Bruttowarenvolumen des home24-Konzern nach Vertriebskanälen im Geschäftsjahr 2023	30
Abbildung 6:	Marktpositionierung der home24 -Gruppe	31
Abbildung 7:	Sortiment der home24 nach Produktkategorien	32
Abbildung 8:	Entwicklung des Bruttowarenvolumen des Segments Europa nach Vertriebskanälen in den Jahren 2021 bis 2023	35
Abbildung 9:	Entwicklung der Online-Bestellungen sowie des durchschnittlichen Online-Bestellwerts des Segments Europa in den Jahren 2019 bis 2023	36
Abbildung 10:	Sortiment der Mobly nach Produktkategorien	37
Abbildung 11:	Entwicklung des Bruttowarenvolumen des Segments Lateinamerika nach Vertriebskanälen in den Jahren 2021 bis 2023	38
Abbildung 12:	Entwicklung der Online-Bestellungen sowie des durchschnittlichen Online-Bestellwerts des Segments Lateinamerika in den Jahren 2019 bis 2023	39
Abbildung 13:	Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland und den USA von 2013 bis 2023	43
Abbildung 14:	Reales Bruttoinlandsprodukt, privater Konsum und Sparquote in Deutschland von 2013 bis 2023	45
Abbildung 15:	Entwicklung der Verbraucherpreise und der Baupreise für Wohnbauten in Deutschland von 2013 bis 2023	46
Abbildung 16:	Umsätze mit Haushaltswaren und Einrichtungsgegenständen in Deutschland	51
Abbildung 17:	Umsätze im E-Commerce-Markt für Möbel in Deutschland	52
Abbildung 18:	Onlineanteil am Einzelhandel weltweit und in ausgewählten Ländern	53
Abbildung 19:	Wechselkursentwicklung Euro gegenüber brasilianischem Real seit 2013	54
Abbildung 20:	Marktpositionierung von home24 im Möbele Einzelhandel	56
Abbildung 21:	Größte Unternehmen im Möbelhandel in Deutschland nach Umsatz im Jahr 2023	58

Abbildung 22:	Entwicklung des Umsatzwachstums der home24-Gruppe und der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer Group für die Jahre 2022 bis 2027	62
Abbildung 23:	Entwicklung der EBITDA-Marge der home24-Gruppe und der Bandbreite der EBITDA-Marge der Peer Group für die Jahre 2022 bis 2027	63
Abbildung 24:	Entwicklung der EBIT-Marge der home24 SE und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2022 bis 2027	64
Abbildung 25:	Relativer BAS der home24 SE-Aktie vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024	72
Abbildung 26:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der home24 SE vom 1. September 2021 bis zum 21. Oktober 2024	73
Abbildung 27:	Umsatzerlöse im Planungszeitraum nach Segmenten	97
Abbildung 28:	Umsatzkostenquote der home24-Gruppe nach Segmenten	101

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017	9
Tabelle 2:	Rechtliche Verhältnisse der home24 SE	25
Tabelle 3:	Arbeitslosenquoten und BIP-Wachstumsraten in europäischen Absatzmärkten der home24	49
Tabelle 4:	Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der home24-Aktie vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024	69
Tabelle 5:	Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung der home24-Gruppe der Geschäftsjahre 2021 bis 2023	77
Tabelle 6:	Entwicklung der Umsatzerlöse von 2019 bis 2023	78
Tabelle 7:	Zusammensetzung der Bereinigungen von 2021 bis 2023	81
Tabelle 8:	Pro-Forma-GuV von 2021 bis 2023	82
Tabelle 9:	IFRS-Bilanz der home24-Gruppe der Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023	83
Tabelle 10:	Abweichungsanalyse für die Jahre 2021 bis 2023	88
Tabelle 11:	Abweichungsanalyse für das Segment Europa für den Zeitraum von Januar bis August 2024	90
Tabelle 12:	Wechselkursprognose EUR/BRL	94
Tabelle 13:	Bewertungsrelevante Planungsrechnung der home24-Gruppe im Zeitraum von 2024 bis 2030	96
Tabelle 14:	Planungsrechnung des home24-Konzerns – Detailplanungsphase und Terminal Value	105
Tabelle 15:	Planungsrechnung des home24-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis und EBT	106
Tabelle 16:	Planungsrechnung des home24-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis	108
Tabelle 17:	Planungsrechnung des home24-Konzerns – Ableitung der Minderheitenanteile am Jahresergebnis und auf Gesellschafter der Muttergesellschaft entfallendes Ergebnis	109
Tabelle 18:	Ableitung der Nettoausschüttungen des home24-Konzerns	113
Tabelle 19:	RSM Ebner Stolz: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE zum Stichtag 4. Oktober 2022	119
Tabelle 20:	RSM Ebner Stolz: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE zum Stichtag 14. September 2023	119

Tabelle 21:	Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE	121
Tabelle 22:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl der home24 SE	124
Tabelle 23:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	125
Tabelle 24:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	125
Tabelle 25:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichem Renditeintervall	126
Tabelle 26:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die home24 SE im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und der ewigen Rente	129
Tabelle 27:	Ableitung des Ertragswerts des home24-Konzerns	130
Tabelle 28:	Unternehmenswert der home24 SE zum 13. Dezember 2024	131
Tabelle 29:	Wert je Aktie der home24 SE zum 13. Dezember 2024	132
Tabelle 30:	Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen	134
Tabelle 31:	Marktwert des Eigenkapitals der home24 SE anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren	135
Tabelle 32:	Marktwert des Eigenkapitals je home24 SE-Aktie im Mittelwert und Median anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren	136

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Az.	Aktenzeichen
BAS	Bid-Ask Spread
BCA	Business Combination Agreement
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BRL	Brasilianischer Real
bspw.	beispielsweise
Butlers	Butlers GmbH & Co. KG, Köln
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
COGS	Cost of Goods Sold (Umsatzkosten)
c.p.	ceteris paribus
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
ESG	Environmental, Social and Governance
EstG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
EUR	Euro
e.V.	eingetragener Verein
EV	Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

ff.	[und] die folgenden
GACVA	Global Association of Certified Valuators and Analysts
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GMV	Gross Merchandise Value
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
home24 SE	home24 SE, Berlin
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
inkl.	inklusive
insb.	Insbesondere
i.S.d.	im Sinne des/der
ISIN	International Securities Identification Number
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
IVSC	International Valuation Standards Council
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LatAm	Lateinamerika
LG	Landgericht
Mio.	Million/en
Mobly	Mobly S.A., São Paulo/Brasilien
Mrd.	Milliarde/n
OLG	Oberlandesgericht
OpEx	Operating Expenses
p.a.	per annum
pers.	persönlichen
RAS Beteiligungs GmbH	RAS Beteiligungs GmbH, Wien/Österreich
rd.	rund
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
S.	Seite
sog.	so genannt(e)
SolZ	Solidaritätszuschlag
S&P Capital IQ	S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA

T	Tausend/e
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
Tok&Stok	Tok&Stok Comércio e Indústria de Móveis S.A., Sao Paulo/Brasilien
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
USD	US-Dollar
vgl.	vergleiche
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
z.B.	zum Beispiel
ZB	Registerzeichen des BGH für Zivilsachen
€	Euro

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die RAS Beteiligungs GmbH, Wien/Österreich („**RAS Beteiligungs GmbH**“ oder „Hauptaktionärin“), hat dem Vorstand der home24 SE, Berlin (zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften „**home24 SE**“ oder „Gesellschaft“), mit Schreiben vom 20. August 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der home24 SE gegen eine angemessene Barabfindung auf die RAS Beteiligungs GmbH nach §§ 327a AktG durchzuführen.
2. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionärin), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out).
3. Ausweislich eines Depotauszugs der UniCredit Bank GmbH vom 28. Oktober 2024 hält die RAS Beteiligungs GmbH mittelbar und unmittelbar 32.363.910 der insgesamt 33.724.852 auf den Inhaber lautende Stückaktien der home24 SE mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von 1,00 € je Aktie. Ohne Berücksichtigung der eigenen Anteile (2.735 Stückaktien) verbleiben 33.722.117 Stückaktien. Der Anteil der RAS Beteiligungs GmbH entspricht 95,97 % des Grundkapitals (nach Abzug der eigenen Anteile) der home24 SE. Die restlichen Aktien befinden sich auskunftsgemäß im Streubesitz.
4. Die außerordentliche Hauptversammlung der home24 SE, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der home24 SE auf die RAS Beteiligungs GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll, ist für den 13. Dezember 2024 geplant.
5. Nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.
6. Mit Beschluss vom 22. August 2024 hat das Landgericht Berlin II - Kammer für Handelssachen 102 – die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „**IVA**“), zum sachverständigen Prüfer zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1; Az. 102 AR 8/24 AktG). Die RAS Beteiligungs GmbH hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

7. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung durch die RAS Beteiligungs GmbH basiert auf einer Unternehmensbewertung der home24 SE, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Die RAS Beteiligungs GmbH hat die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart (kurz: „**RSM Ebner Stolz**“ oder „**Bewertungsgutachterin**“) beauftragt, sie bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewähren ist, zu unterstützen. Die Bewertungsgutachterin hat bei ihrer Bewertung den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) herangezogen und ihre gutachtliche 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**") in der Funktion als neutraler Gutachter mit Datum vom 29. Oktober 2024 erstattet. Den Inhalt und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme hat sich die Hauptaktionärin in vollem Umfang zu eigen gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage 1 beigefügt.
8. Die zu gewährende Barabfindung wurde ausgehend von dieser Bewertung durch die RAS Beteiligungs GmbH festgelegt. Die Ausführungen zur Geeignetheit des Unternehmenswerts der home24 SE auf den Stichtag 13. Dezember 2024 sowie zur Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind im Übertragungsbericht 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 Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 29. Oktober 2024 (kurz: „**Übertragungsbericht**“) wiedergegeben.

II. Auftragsdurchführung

9. Wir haben die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bis zum 30. Oktober 2024 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und in Landau in der Pfalz sowie in den Homeoffices der an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter durchgeführt. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der home24 SE haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft sowie der Bewertungsgutachterin RSM Ebner Stolz auf ihre Plausibilität überprüft.
10. Wir haben unsere Prüfungshandlungen nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin durchgeführt. Die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin haben wir anhand eigener Analysen plausibilisiert und ergänzende Sensitivitätsrechnungen durchgeführt.
11. Für die Durchführung der Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
- Handelsregisterauszug der home24 SE vom 29. Oktober 2024;
 - Satzung der home24 SE in der Fassung vom 3. Juli 2024;
 - geprüfte und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der EY GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Zweigniederlassung Berlin (bis 2022: Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft), versehene Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023;
 - geprüfte und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der EY GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Zweigniederlassung Berlin (bis 2022: Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft), versehene Jahresabschlüsse (Einzelabschluss) und Lageberichte der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023;
 - Berichte der EY GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Zweigniederlassung Berlin (bis 2022: Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, über die Prüfung von Konzernjahresabschluss und Konzernlagebericht der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023;
 - Geschäftsberichte der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023;

- Budgetplanung für das Jahr 2024 der home24-Gruppe mit Stand vom 19. Dezember 2023;
 - Mehrjahresplanung 2025 bis 2028 für das Segment „Europa“ untergliedert in die Bereiche „home24“ und „Butlers“ vom 6. März 2024;
 - Mehrjahresplanung 2025 bis 2030 für das Segment „Lateinamerika“ vom 8. Februar 2024;
 - Mehrjahresplanung 2024 bis 2030 für das kombinierte Unternehmen aus Mobly und Tok&Stok inkl. der Planung von Synergien vom 25. April 2024;
 - Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der home24 SE in den Geschäftsjahren 2022 bis 2023 sowie im laufenden Geschäftsjahr;
 - Gutachtliche Stellungnahme der RSM Ebner Stolz über die Ermittlung des Unternehmenswerts der home24 SE vom 29. Oktober 2024 sowie vorhergehende Entwürfe;
 - Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;
 - Übertragungsbericht vom 29. Oktober 2024 sowie vorhergehende Entwürfe;
 - Pressemitteilung der home24 SE vom 22. Oktober 2024;
 - sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.
12. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.
13. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der home24 SE und den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der home24 SE und die Geschäftsführung der RAS Beteiligungs GmbH haben uns gegenüber am 30. Oktober 2024 schriftlich versichert, dass die vom Vorstand erteilten Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstellung unseres Berichts über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.
14. Die im Standard **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen i.d.F. vom 2. April 2008 haben wir beachtet. Darüber hinaus haben wir den GACVA Professional Standard sowie die

relevanten International Valuation Standards des IVSC (International Valuation Standards Council) beachtet. Die Standards geben die herrschende Meinung zur Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung wieder und bilden einen Rahmen für die jeweils eigenverantwortliche Lösung.

15. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin Einsicht genommen.
16. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 30. Oktober 2024 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der home24 SE am 13. Dezember 2024 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der home24 SE ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.
17. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung für Minderheitsaktionäre. Die Übereinstimmung der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ist vom Abschlussprüfer der home24 SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 jeweils uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Richtigkeit und Vollständigkeit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
18. Dieser Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung der home24 SE, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.
19. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 2 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften i.d.F. vom 1. Januar 2024 maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist

dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

20. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für die home24 SE wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen der International Financial Reporting Standards (IFRS).

Beurteilungsmaßstab im Rahmen unserer Untersuchungen

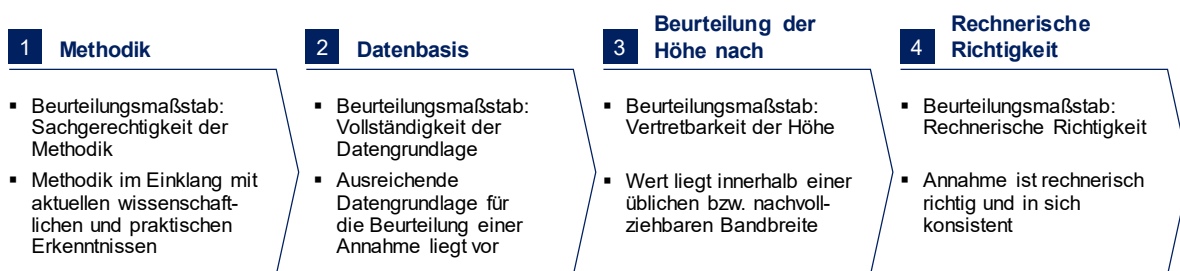
21. Nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Höhe der gewährten Abfindung angemessen sein. Der Begriff der „Angemessenheit“ wird im Gesetz inhaltlich nicht näher definiert. Die ständige Rechtsprechung fordert eine volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für den Verlust seiner Beteiligung.¹ Demnach muss die Abfindung den wirklichen bzw. wahren Wert der Beteiligung abbilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung erfolgt daher sowohl im Rahmen der Angemessenheitsprüfung als auch in dem sich potenziell anschließenden Spruchverfahren auf Basis einer Gesamtbetrachtung.² Nur in diesem Rahmen kann sichergestellt werden, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner Beteiligung erhält.
22. Die Unternehmensbewertung von RSM Ebner Stolz enthält sowohl bei der Prognose der finanziellen Überschüsse als auch bei der Ermittlung der Kapitalkosten eine Vielzahl von Annahmen. Wir haben diese Annahmen auf Plausibilität geprüft und dabei folgenden Maßstab zugrunde gelegt:
23. Im Rahmen unserer Prüfungen wird eine Annahme dann als **plausibel** betrachtet, wenn sie (1) auf einer **sachgerechten Methodik** und (2) einer **vollständigen Datenbasis** beruht, (3) der **Höhe nach vertretbar** ist und (4) die **rechnerische Richtigkeit** gewährleistet wird.³

¹ Vgl. BGH, Beschluss v. 31.1.2017 – Az. II ZR 285/15BGH, ZIP 2017, 469; BGH, Beschluss v. 12.1.2016 – Az. II ZB 25/14, AG 2016, 359 Rz. 21 m.w.N.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.1.2017 – Az. 21 W 75/15; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 17.1.2017 – Az. 21 W 37/12, ZIP 2017, 974; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 20.7.2016 – Az. 21 W 21/14, BB BBL2017-1585-6; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.9.2017 – Az. 12 W 1/17, NZG 2017, 1188; BayObLG, Beschluss v. 19.10.1995 – Az. 3Z BR 17/90, AG 1996, 127.

² Vgl. Stephan in Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, 4. Auflage, § 305 Rz. 65; Ruiz de Vargas in Bürgers/Körper (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Auflage, Anh § 305, Rn. 7a.

³ Vgl. ausführlich hierzu Creutzmann, A.: Plausibilität und Vertretbarkeit von Annahmen bei Unternehmensbewertungen in: BewertungsPraktiker, 1/2021, S. 12-14, (Hrsg.: CORPORATE FINANCE und EACVA),

24. Die Ermittlungsmethodik ist als **sachgerecht** anzusehen, wenn sie im Einklang mit den aktuellen wissenschaftlichen und praktischen Erkenntnissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung steht. Sofern hingegen eine nicht anerkannte oder nicht gebräuchliche Methodik angewendet wird, ist die Sachgerechtigkeit zumindest kritisch zu hinterfragen.
25. Die **Vollständigkeit** der Datenbasis ist gegeben, wenn eine ausreichende Datengrundlage für die Beurteilung einer Annahme vorliegt. Hierbei kann es sich etwa um Daten aus der Vergangenheitsanalyse oder entsprechende Mengen- und Wertgerüste handeln, welche einer angenommenen bestimmten Entwicklung zugrunde liegen.
26. Eine Annahme ist der Höhe nach als **vertretbar** zu beurteilen, wenn sich der betrachtete Parameterwert innerhalb einer üblichen bzw. intersubjektiv nachvollziehbaren Bandbreite von möglichen Parameterwerten bewegt. Abhängig von der konkret zu analysierenden Annahme kann sich diese Bandbreite etwa aus der Anwendung verschiedener, jeweils sachgerechter Methoden ergeben und enger oder weiter gefasst sein. Sofern der betrachtete Parameterwert außerhalb dieser Bandbreite liegt, ist die Annahme nicht mehr als vertretbar anzusehen.
27. Darüber hinaus ist zu analysieren, ob die Annahme **rechnerisch richtig** abgeleitet wurde und in sich konsistent ist.
28. Die folgende Abbildung stellt unsere Vorgehensweise und die einzelnen Prüfschritte bei der Beurteilung der Plausibilität einer Annahme zusammenfassend dar:



Quelle: IVA-Analysen

Abbildung 1: Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme

29. Wenn sämtliche Kriterien erfüllt sind, ist die **Annahme insgesamt als plausibel** anzusehen. Wird hingegen mindestens ein Kriterium nicht erfüllt, ist die Plausibilität der Annahme zu

hinterfragen. Ergänzend weisen wir darauf hin, dass wir die beschriebene Vorgehensweise sowohl bei der Betrachtung in Bezug auf die Planungsrechnung (Zähler des Kalküls) als auch in Bezug auf den Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Kalküls) zugrunde gelegt haben.

30. Bei der Betrachtung von Annahmen in Bezug auf die Planungsrechnung haben wir zudem den vom **IDW** veröffentlichten **Praxishinweis** „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“, der sich mit der Plausibilisierung von Planungsrechnungen befasst, berücksichtigt.⁴ Der Praxishinweis bezieht sich jedoch ausschließlich auf die Plausibilität einer Planungsrechnung und damit den Zähler des Bewertungskalküls. Gemäß dem IDW-Praxishinweis gliedert sich die materielle Plausibilität einer Planungsrechnung in die interne und externe Plausibilität.
31. Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Bestehen Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei entsprechender Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen kommen. Die materiellen Analysehandlungen lassen sich unterteilen in die Analyse der internen und externen Plausibilität.⁵

⁴ Vgl. IDW, IDW Life 3/2017, Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, S. 345.

⁵ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 16.

32. Folgende Tabelle zeigt die vom IDW konkret empfohlenen Maßnahmen im Rahmen der materiellen Planungsplausibilisierung für Bewertungszwecke.

Materielle, interne Plausibilität		Materielle, externe Plausibilität	
Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarktanalysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW

Tabelle 1: Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017

33. Wie in obiger Tabelle dargestellt, werden im Rahmen der materiellen Plausibilitätsprüfung sowohl interne als auch externe Aspekte gewürdigt, wobei das IDW weder den Aspekten der internen noch der externen Plausibilität eine Gewichtung zukommen lässt.
34. Die interne Plausibilität betrifft den Abgleich der zugrunde liegenden Planungsrechnung mit den entsprechenden Erläuterungen des Managements und damit verbunden die Würdigung, ob die in der Planungsrechnung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen des Managements in Übereinstimmung stehen. Des Weiteren ist im Rahmen der internen Plausibilitätsprüfung eine Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmens durchzuführen. Hierzu werden in der Vergangenheit erzielte Ist-Werte mit entsprechenden Plan-Werten für GuV- und Bilanzgrößen verglichen.⁶
35. Im Rahmen der externen Plausibilitätsprüfung werden die der Planung zugrunde liegenden Annahmen der Markt- und Wettbewerbsanalyse für das Unternehmen auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen gegenübergestellt. Dabei soll die externe Plausibilitätsprüfung insbesondere eine Analyse der Entwicklung der für das Unternehmen relevanten Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Ist-Entwicklung und Prognosen wesentlicher Wettbewerber beinhalten.⁷

⁶ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 22 f.

⁷ Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 28, 32.

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

36. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.
37. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der RAS Beteiligungs GmbH festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der home24 SE als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.
38. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
 - welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.
39. Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einem börsennotierten Unternehmen darf aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, gilt es im Einzelfall zu prüfen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.
40. Sofern eine Unternehmensbewertung die Grundlage für die Ableitung der angemessenen Barabfindung darstellt, hat der Prüfer die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet

wurden und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den Prüfer ist nicht vorzunehmen.

41. Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht).
42. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zweckmäßigkeit des Übertragungsberichts oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.
43. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Wir haben die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells überprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen.
44. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder. Die Angaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die für die Beurteilung der Barabfindung wesentlichen Aspekte.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

45. Die RAS Beteiligungs GmbH hat im Entwurf des Übertragungsbeschlusses die Barabfindung für die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der home24 SE auf die Hauptaktionärin RAS Beteiligungs GmbH zum 13. Dezember 2024 wie folgt festgelegt:

„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.“

46. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen in Bezug auf die Angemessenheit der Barabfindung.
47. Die Barabfindung wurde auf Grundlage einer von RSM Ebner Stolz zum Bewertungsstichtag 13. Dezember 2024 durchgeführten Unternehmensbewertung festgelegt. Die Bewertungsgutachterin ermittelte zum Bewertungsstichtag 13. Dezember 2024 auf Basis des Ertragswertverfahrens einen Wert von 7,46 € je Aktie.
48. Zudem hat die Bewertungsgutachterin den gewichteten durchschnittlichen Aktienkurs der home24 SE-Aktie im relevanten Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 22. Oktober 2024 ermittelt. Dieser beträgt 4,95 € je Aktie.
49. Die von der RAS Beteiligungs GmbH auf der Grundlage dieser Überlegungen festgelegte und an die Minderheitsaktionäre der home24 SE nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG zu zahlende **angemessene Barabfindung beträgt 7,46 € je home24-Aktie.**
50. Die RAS Beteiligungs GmbH hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich die Gutachtliche Stellungnahme vollständig zu eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme sowie deren Entwürfe sind uns für Zwecke der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zur Verfügung gestellt worden.

51. In der Gutachtlichen Stellungnahme werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der home24 SE sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

1. Vorbemerkung

52. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) ist eine Barabfindung im Hinblick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz dann angemessen, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung gewährt. Dabei ist nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) sicherzustellen, dass der ausscheidende Aktionär nicht weniger erhält, als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätte. Die Entschädigung darf somit nicht unter dem Verkehrswert liegen.
53. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt keine bestimmte Bewertungsmethode vor, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist. Eine Bewertungsmethode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht geeignet ist, den wahren Wert abzubilden.
54. Der BGH hat festgestellt, dass es eine **Rechtsfrage** ist, ob eine angewendete Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht. Dies hat der BGH sowohl für die Ertragswertmethode als auch für den Börsenkurs bejaht. Die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im konkreten Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts (**Tatsachenfrage**) und nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen. Die Bewertungsmethode muss dabei in der Betriebswirtschaftstheorie anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.
55. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.
56. Der BGH hat sowohl mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) als auch mit Beschluss vom 31. Januar 2024 (BGH, 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des

angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG sein kann. Gemäß BGH kann der Anteilswert nur dann nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden, wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann.

57. Nach der Rechtsprechung und Bewertungspraxis kann die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich auch aus einem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet werden. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der 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 ergibt.
58. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
59. Nachfolgend werden daher zunächst das Ertragswertverfahren sowie der Börsenkurs methodisch erläutert. Anschließend werden dann die weiteren Methoden dargestellt und gewürdigt.

2. Ertragswert und Discounted Cash Flow

60. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.
61. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das

zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.

62. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
63. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes zum Bewertungsstichtag zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
64. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektiven Unternehmenswerten typischerweise auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.
65. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typischerweise zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
66. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen.

67. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens mit dem Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel gesondert bewertet werden. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar. Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen (vgl. IDW S 1, Tz. 60).
68. Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Liquidationswert sind die Kosten der Liquidation von den Liquidationserlösen abzusetzen sowie die steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene zu berücksichtigen. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Soweit nicht mit einer sofortigen Liquidation zu rechnen ist, muss ein Liquidationskonzept entwickelt, ein angemessener Liquidationszeitraum angesetzt und der Liquidationserlös abzüglich der Kosten der Liquidation auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden (vgl. IDW S 1, Tz. 61 f.).
69. Die Bewertungsgutachterin RSM Ebner Stolz hat den Unternehmenswert und darauf aufbauend die angemessene Barabfindung auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt.
70. Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit auch die zuvor dargestellten Voraussetzungen für eine Äquivalenz von Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

3. Börsenkurs

71. Die Aktien der home24 SE waren bis zu ihrem Delisting mit Ablauf des 14. September 2023 unter der ISIN DE000A14KEB5 zum Handel an verschiedenen Handelsplätzen im regulierten Markt (General Standard) zugelassen. Der Handel erfolgte an den Wertpapierbörsen XETRA, Frankfurt am Main, Hannover und Hamburg. Mit dem Delisting wurde der Handel im regulierten Markt eingestellt und es entfielen insbesondere auch die mit einer Börsennotierung verbundenen Transparenzpflichten.

72. Allerdings werden die Aktien der home24 SE weiterhin im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde und wird weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt.
73. Da der Handel auch zum Zeitpunkt der Ankündigung der Strukturmaßnahme stattfand, ist grundsätzlich eine Bewertung der home24 SE auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung möglich. Allerdings können – abhängig vom jeweiligen Einzelfall – gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann.
74. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Damit ist der Börsenkurs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich als Wertuntergrenze für die Bemessung der Abfindung der Minderheitsaktionäre heranzuziehen.
75. Nach der Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“) ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.
76. Der BGH hat mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) und vom 31. Januar 2024 (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22) bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung eines Schätzwerts als Basis für die angemessene Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG grundsätzlich geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.

77. Demnach kann die Angemessenheit der Barabfindung i.S.d. § 305 AktG anhand des Börsenkurses bestimmt werden, wenn dieser aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht ungeeignet ist. Neben der Bedeutung als Wertuntergrenze für die angemessene Barabfindung bestätigt der BGH damit die marktorientierte Bewertungsmethode als gleichrangig mit anderen Bewertungsmethoden.
78. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer **effektiven Informationsbewertung** durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁸
79. Der BGH hält es für rechtsfehlerfrei, eine effektive Informationsbewertung anzunehmen, wenn auffällige Kurssprünge, Kursmanipulationen oder Informationsdefizite durch die Nichteinhaltung von kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten ausgeschlossen sind. Einer hohen Liquidität der Aktie könne bei der Beurteilung des Vorliegens einer effektiven Informationsbewertung eine besondere Bedeutung beigemessen werden.
80. Ein alleiniger Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet auch dann aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, weil über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat oder eine Marktengpass vorliegt.
81. Die Entscheidung des BGH lässt jedoch offen, ob der Börsenkurs stets allein für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann oder weiterhin im Zusammenspiel weiterer Bewertungsverfahren betrachtet werden muss. Diese Fragestellung wird in der Praxis insbesondere dann an Bedeutung gewinnen, wenn der Ertragswert (deutlich) oberhalb des Börsenwertes liegt. In der juristischen Literatur wird hierzu die Auffassung vertreten, dass die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage regelmäßig nicht sachgerecht sein dürfte und zusätzlich zumindest eine Plausibilisierung durch den Ertragswert erfolgen sollte.⁹
82. Vor dem Hintergrund, dass Börsenkurse und die ihnen zugrunde liegenden Marktinformationen und -erwartungen nur einen Teil der wertrelevanten Informationen umfassen, widerspricht es nach Auffassung des FAUB des IDW dem Schutzzweck von Angemessenheitsprüfungen, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen und externen Informationen und ohne Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als alleinige Beurteilungsbasis zu verwenden. Vielmehr bleibt es aus Sicht des

⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

⁹ Vgl. Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

FAUB auch nach der Entscheidung des BGH notwendig, dass die Überprüfung der Angemessenheit durch einen Wirtschaftsprüfer anhand einer fundamentalen Unternehmensbewertung erfolgt (vgl. FAUB-Mitteilung vom 14. Juni 2023 zur Relevanz von Börsenkursen, in: IDW Life 2023, S. 656). Im Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH indes explizit darauf hingewiesen, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarkts keine Voraussetzung für die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26).

83. Die Bewertungsgutachterin hat die in den Beschlüssen des BGH genannten Indikatoren bzw. Analysen zur Einschätzung der Aussagefähigkeit bzw. Relevanz des Börsenkurses im Hinblick auf die Aktie der home24 SE durchgeführt und kommt dabei zu dem Ergebnis, dass im vorliegenden Fall 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, bestehen.
84. Unabhängig davon hat die Bewertungsgutachterin die Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze für die Bemessung der Barabfindung der Minderheitsaktionäre analysiert und den umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der home24 SE-Aktie ermittelt. Wir verweisen hierzu auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.III.

4. Liquidationswert

85. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Dies gilt auch für den Fall, dass der jeweilige Erwerber seine Beteiligung nicht unbegrenzt halten will, da der von ihm beim Verkauf theoretisch erzielbare Preis identisch mit dem Barwert der dann erwarteten Nettoausschüttungen ist. Erweist es sich jedoch gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung jedenfalls nach in der Betriebswirtschaft vorherrschender Auffassung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.
86. Da die bewertete Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z. B. Sozialpläne, Entschädigungen, Kreditausfälle) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde seitens RSM Ebner Stolz auf eine detaillierte Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes verzichtet. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht.

5. Substanzwert

87. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.
88. Vor diesem Hintergrund ist es angemessen, dass im vorliegenden Fall ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

6. Vergleichende Marktbewertung

89. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis von Multiplikatoren stellen oft nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher meist lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.
90. Da die spezifische Situation der Gesellschaft in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht sachgerecht.
91. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen. Eine Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren wurde lediglich zur groben Plausibilisierung des Ertragswertes vorgenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt D.V).

7. Vorerwerbe

92. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S 1, Tz. 13).
93. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze Out-Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen (vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19).

94. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise der Hauptaktionärin könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.
95. Der fehlenden Bedeutung für die Bewertung steht nach Auffassung des BGH jedoch nicht entgegen, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollerwägungen zu berücksichtigen (vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 51).
96. Vor dem Hintergrund, dass nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung aus Vorerwerbspreisen keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung gezogen werden können, wurde diesbezüglich auf eine detaillierte Analyse verzichtet.

8. Ergebnis

97. Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere in der Stellungnahme IDW S 1 vom 2. April 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, gefunden und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.
98. Die Hauptaktionärin hat im vorliegenden Fall die Barabfindung ausgehend von einem mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert unter anschließendem Vergleich mit dem durchschnittlichen Börsenkurs im dreimonatigen Referenzzeitraum festgelegt.
99. Wir erachten die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Methode zur Ermittlung des Ausgangswerts für die Barabfindung als angemessen.
100. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Kapitel D unseres Berichts.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

101. Sofern sich besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergeben haben, sind wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet, diese in unserem Prüfungsbericht anzugeben.
102. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG aufgetreten sind.

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche Grundlagen

103. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der home24 SE zum Zeitpunkt der Erstattung dieses Berichts.

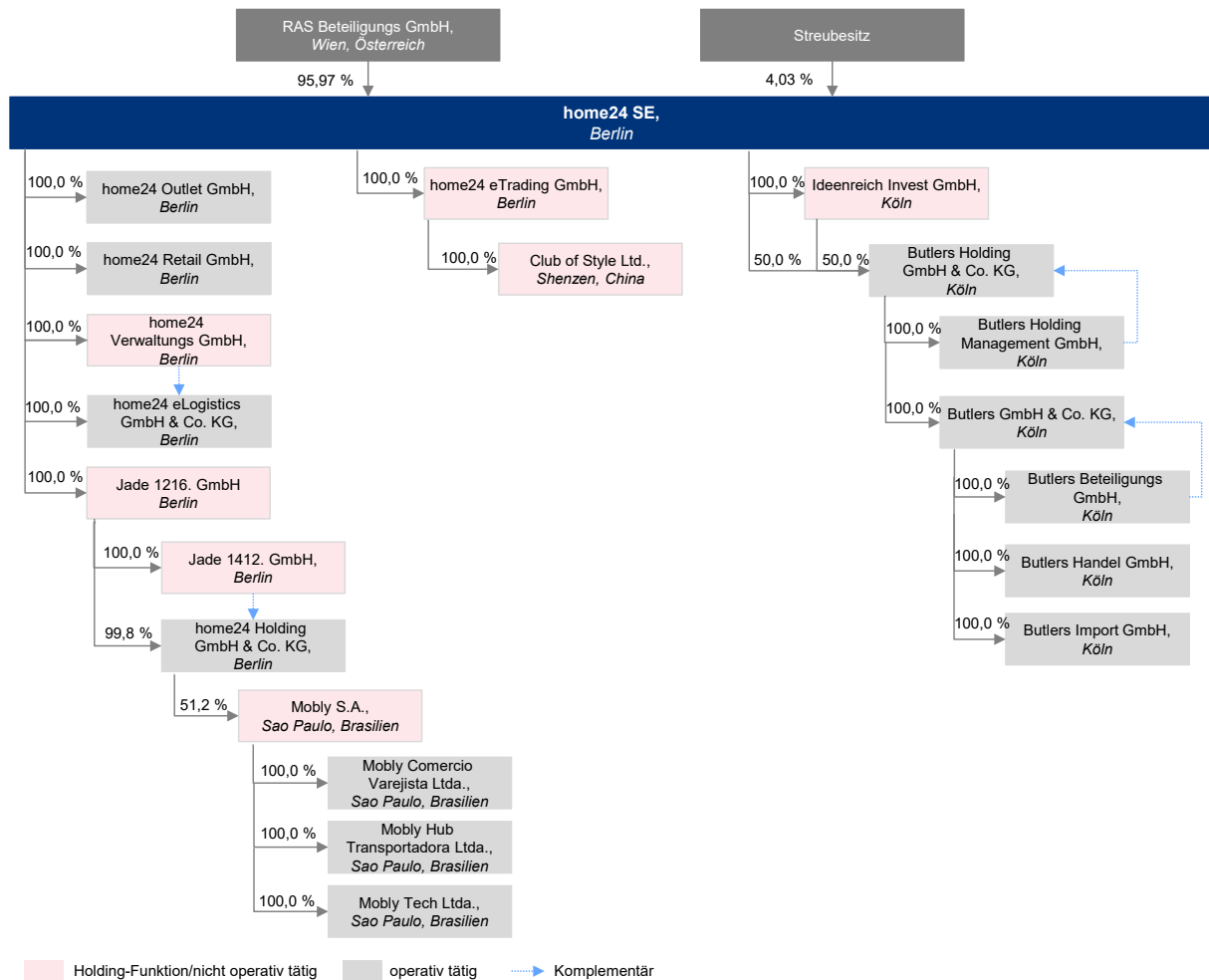
Firma:	home24 SE
Sitz:	Berlin
Satzung:	In der Fassung vom 3. Juli 2024
Rechtsform:	Societas Europaea
Handelsregister:	Amtsgericht Berlin (Charlottenburg), HRB 196337 B
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist Marketing und Verkauf von Waren jeglicher Art, insbesondere Möbel und damit 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.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	<p>Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt derzeit 33.724.852,00 € und ist in 33.724.852 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von je 1,00 € je Aktie eingeteilt. Die Gesellschaft hält 2.735 eigene Aktien.</p> <p>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 durch Ausgabe von bis zu 21.769 auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Sacheinlage, um insgesamt bis zu 21.769 € zu erhöhen („Genehmigtes Kapital 2023/I“).</p> <p>Der Vorstand ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 30. Juni 2023 ermächtigt worden, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates bis zum 29. Juni 2028 einmalig oder mehrmals, durch Ausgabe von bis zu 6.732.626 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage um insgesamt bis zu 6.732.626 € zu erhöhen („Genehmigtes Kapital 2023/II“).</p>

	<p>Das am 3. Juni 2020 beschlossene bedingte Kapital beträgt 10.774.773,00 €.</p> <p>Das am 14. Juni 2022 beschlossene bedingte Kapital beträgt nach Ausgabe von Bezugsaktien im Geschäftsjahr 2023 noch 2.754.983,00 €.</p>				
Aktionärsstruktur:	<p>Die Aktionärsstruktur stellt sich derzeit wie folgt dar:</p> <table> <tr> <td>RAS Beteiligungs GmbH</td> <td>95,97 %</td> </tr> <tr> <td>Streubesitz</td> <td>4,03 %</td> </tr> </table>	RAS Beteiligungs GmbH	95,97 %	Streubesitz	4,03 %
RAS Beteiligungs GmbH	95,97 %				
Streubesitz	4,03 %				
Aufsichtsrat:	<p>Matthias Ley (Vorsitzender) Michael Seifert (Stellvertretender Vorsitzender) Nikola Seifert Dr. Philipp Kreibohm</p>				
Vorstand:	<p>Marc Appelhoff, Chief Executive Officer (CEO) Philipp Steinhäuser</p>				
Steuerliche Verhältnisse:	<ul style="list-style-type: none"> • Ertragsteuerliche Organschaft zwischen der home24 Outlet GmbH als Organgesellschaft und der home24 SE als Organträger • Ertragsteuerliche Organschaft zwischen der Butlers Handel GmbH als Organgesellschaft und der Butlers GmbH & Co.KG als Organträger • Nach den Steuerberechnungen der Gesellschaft bestehen in Deutschland zum 31. Dezember 2023 körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 80,8 Mio. € und gewerbesteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 72,5 Mio. €. • Gem. Konzernabschluss 2023 bestehen bei Mobly zudem steuerliche Verlustvorträge von 90,2 Mio. € zum 31. Dezember 2023. • Die home24 SE weist zum 31. Dezember 2023 ein steuerliches Einlagekonto i.H.v. 627,3 Mio. € auf. 				
Börsennotierung:	<p>Die Aktien der Gesellschaft waren bis zu ihrem Delisting mit Ablauf des 14. September 2023 („Delisting“) unter der ISIN DE000A14KEB5 zum Handel an verschiedenen Handelsplätzen im regulierten Markt (General Standard) zugelassen. Der Handel erfolgte an den Wertpapierbörsen XETRA, Frankfurt am Main, Hannover und Hamburg.</p>				

Quelle: home24 SE

Tabelle 2: Rechtliche Verhältnisse der home24 SE

104. Die gesellschaftsrechtliche Struktur der home24 SE ist nachfolgend auszugsweise graphisch dargestellt:



Quelle: home24 SE; IVA-Analysen

Abbildung 2: Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der home24 SE¹⁰

105. Die home24 SE wird mit einem Anteil von 95,97 % von der RAS Beteiligungs GmbH gehalten. Des Weiteren befinden sich 4,03 % der Aktien im Streubesitz. Der Konsolidierungskreis der home24 SE umfasst zum Zeitpunkt der Erstellung unseres Prüfungsberichts 22 vollkonsolidierte Tochterunternehmen sowie die home24 SE als Muttergesellschaft. Daneben bestehen drei weitere Gesellschaften, die zum Bewertungsstichtag ruhend sind und keiner operativen Geschäftstätigkeit nachgehen. Mit Ausnahme der home24 Holding GmbH & Co.

¹⁰ Die dargestellte Beteiligungsquote an der Mobly S.A. i.H.v. 51,2 % spiegelt die Beteiligung vor Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses von Mobly S.A. mit der Tok&Stok Comércio e Indústria de Móveis S.A., Sao Paulo/Brasilien, wider.

KG, Berlin, sowie der Mobly S.A., befinden sich alle Tochterunternehmen mittelbar oder unmittelbar zu 100,00 % im Besitz der home24 SE.

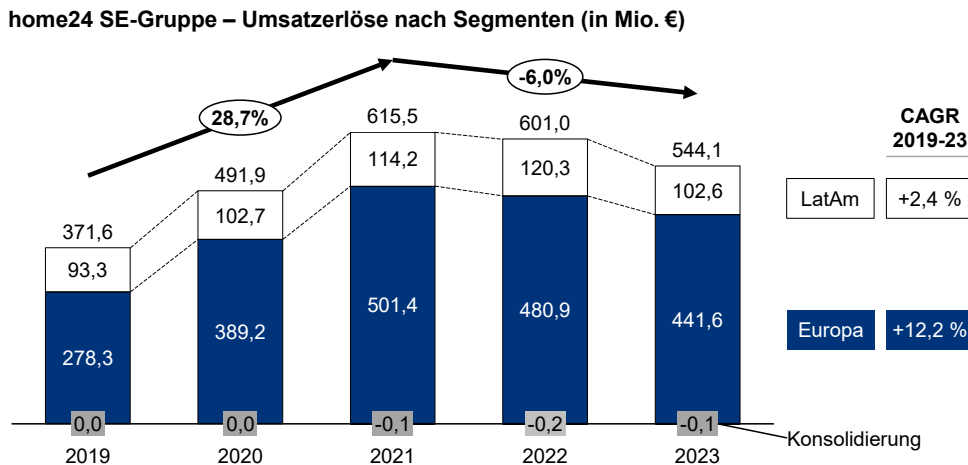
106. Die home24 SE fungiert als Konzernmutter der home24-Gruppe und übernimmt neben den klassischen Holding-Aufgaben insbesondere die operative Leitung des Online-Geschäfts über die home24-Plattformen, einschließlich des Kundenservices. Darüber hinaus erbringt sie zentrale Dienstleistungen für die gesamte Gruppe, wie das Personalmanagement, die Verwaltung der IT-Infrastruktur sowie das Finanz- und Risikomanagement. Die konzerneigene Logistik, einschließlich des Betriebs der Lager, wird von der home24 eLogistics GmbH & Co. KG abgewickelt. Die Verwertung von Retouren über Outlet-Stores erfolgt durch die home24 Outlet GmbH, während die home24 Retail GmbH die Showrooms in der Schweiz betreibt. Die Aktivitäten der Marke Butlers sind unter der Butlers GmbH & Co. KG gebündelt. Das brasilianische Geschäft wird über die Mobly S.A. und deren Tochtergesellschaften geführt.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

107. Die home24-Gruppe ist in Europa unter den Marken „home24“ und „Butlers“ sowie in Brasilien unter der Marke „Mobly“ als Händler von Home & Living-Produkten tätig. Mit einer Multi-Channel-Vertriebsstrategie und einem umfangreichen Produktsortiment soll ein möglichst breites Kundenspektrum adressiert sowie zahlreiche Marktsegmente bedient werden. Zum Sortiment zählen neben Großmöbeln wie Wohn-, Esszimmer-, Schlafzimmer- und Polstermöbeln auch eine Vielzahl an Wohnaccessoires, Heimtextilien, Lampen und Haushaltswaren.
108. Die Geschäftstätigkeit der home24-Gruppe ist geografisch unterteilt in die zwei Segmente „Europa“ und „Lateinamerika“ (LatAm). Das europäische Geschäft unterteilt sich in die Segmente „home24“ und „Butlers“. Das Segment home24 umfasst den Online-Handel über landesspezifische E-Commerce-Plattformen sowie den Betrieb zugehöriger Showrooms und Outlet-Stores. Das Segment „Butlers“ beschreibt den vorrangig stationären Handel der Butlers-Filialen. Im Segment „Lateinamerika“ wird die Geschäftstätigkeit in Brasilien im Bereich „Mobly“, der durch die gleichnamige Tochtergesellschaft betrieben wird, zusammengefasst.
109. Unter der Marke home24 ist der Konzern in sieben Ländern in Zentraleuropa tätig. Hierzu zählen neben dem wichtigsten Absatzmarkt Deutschland insbesondere Österreich und die Schweiz sowie Frankreich, Belgien, die Niederlande und Italien. Stationär ist die Marke insbesondere in Deutschland vertreten, wo vier Outlet-Stores und elf Showrooms über das Land verteilt sind. Drei weitere Showrooms werden darüber hinaus in Wien, Zürich und Genf betrieben. Butlers ist mit rd. 100 Filialen ebenfalls insbesondere im DACH-Raum tätig, wo die jeweiligen Filialen vom Unternehmen selbst geführt werden. Zusätzlich beliefert Butlers rd. 30 Franchisepartner-geführte Filialen in Frankreich, Griechenland, Irland, Luxemburg, Malta,

Nordirland (Vereinigtes Königreich), Tschechien, der Ukraine und Ungarn. Insgesamt ist die home24-Gruppe somit in 12 europäischen Ländern aktiv.

110. Im Folgenden ist die Umsatzverteilung des Konzernes nach den zwei Segmenten im Geschäftsjahr 2023 dargestellt.



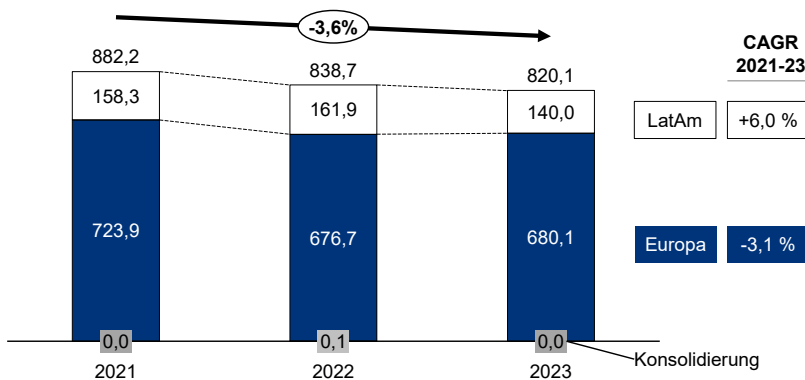
Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 3: Umsatzentwicklung des home24-Konzern nach Segmenten in den Jahren 2019 bis 2023

111. Die Umsatzerlöse der home24-Gruppe sind von 371,6 Mio. € im Jahr 2019 auf 544,1 Mio. € im Jahr 2023 gestiegen. Dabei war in den Jahren 2019 bis 2021 ein positives Wachstum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von rd. 28,7 % zu beobachten. Einhergehend mit einem abnehmenden positiven Effekt der COVID-19-Pandemie auf den Online-Handel ist seit diesem Peak-Jahr jedoch ein Rückgang der Umsatzerlöse auf Gesamtgruppenebene zu beobachten. Zwischen den Jahren 2021 bis 2023 beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate -6,0 % p.a. Hierbei ist anzumerken, dass der Umsatzrückgang aufgrund der Akquisition der Butlers-Gruppe zum 1. April 2022 abgemildert wird. Ohne den Sondereffekt aus der Konsolidierung über neun Monate in 2022 und über das volle Jahr 2023, würde der Rückgang noch deutlicher ausfallen. Von den Umsätzen im Geschäftsjahr 2023 entfallen rd. 81,1 % (441,6 Mio. €) auf das Segment Europa. Demgegenüber stehen Umsätze i.H.v. 102,6 Mio. € aus dem Segment Lateinamerika. Dabei stellt Deutschland mit einem Anteil an den Konzernumsatzerlösen von rd. 60,0 % den wichtigsten Absatzmarkt dar. Dahinter folgen Brasilien mit rd. 19,0 % und die Schweiz mit rd. 10,0 %.
112. Eine weitere zentrale Erfolgs- und Steuerungskennzahl für den home24-Konzern ist das Bruttowarenvolumen („gross merchandise volume“, „GMV“). Das Bruttowarenvolumen bildet

den Gesamtwert aller verkauften Waren über einen bestimmten Zeitraum ab. Da die home24 neben dem Verkauf von Produkten in eigenem Namen auch den Verkauf von Waren durch Dritte anbietet (sog. „Marktplatzgeschäft“) und hierfür Vermittlungsprovisionen erhält, dient die Kennzahl der Erfassung der Handelsaktivität auf ihren Kanälen. Im Folgenden ist die Verteilung des Bruttowarenvolumens nach Segmenten in den Jahren 2021 bis 2023 dargestellt.

home24 SE-Gruppe – Bruttowarenvolumen nach Segmenten (in Mio. €)

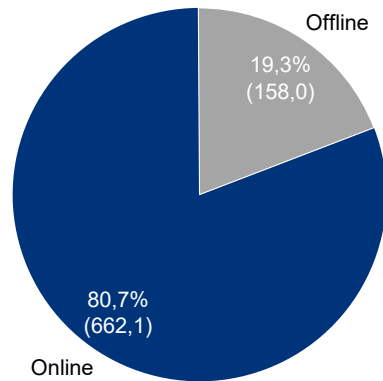


Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 4: Entwicklung des Bruttowarenvolumens des home24-Konzern nach Segmenten in den Jahren 2021 bis 2023

113. Die Entwicklung des Bruttowarenvolumens verläuft im Zeitraum von 2021 bis 2023 analog zur Entwicklung der Umsatzerlöse der home24-Gruppe. Ausgehend von einem Bruttowarenvolumen von insgesamt 882,2 Mio. € im Jahr 2021, sinkt der Wert zunächst auf 838,7 Mio. € im Jahr 2022 und schließlich um weitere 18,6 Mio. € auf 820,1 Mio. € zum Ende des Beobachtungszeitraums. Auch hier ist zu berücksichtigen, dass die Kennzahlen den außerordentlichen Effekt aus der Butlers Akquisition beinhalten und sich ohne diesen ein deutlich stärkerer Rückgang für die Jahre 2022 und 2023 ergeben würde. Bei Betrachtung der Segmente zeigt sich, dass das Bruttowarenvolumen hauptsächlich auf das europäische Segment entfällt. Der Anteil beläuft sich dabei auf rd. 82,9 % des gesamten Bruttowarenvolumens im Geschäftsjahr 2023.
114. Da der Konzern seinen Handel sowohl über Online- als auch Offline-Kanäle vollzieht, ist neben der absoluten Betrachtung der Handelsaktivität auch die Aufteilung auf die beiden Vertriebskanäle von wesentlicher Bedeutung. Entsprechend ist im Folgenden das Bruttowarenvolumen nach Vertriebskanälen für das Geschäftsjahr 2023 dargestellt.

**home24 SE-Gruppe – Bruttowarenvolumen im Geschäftsjahr
2023 nach Vertriebskanälen (in Mio. €)**



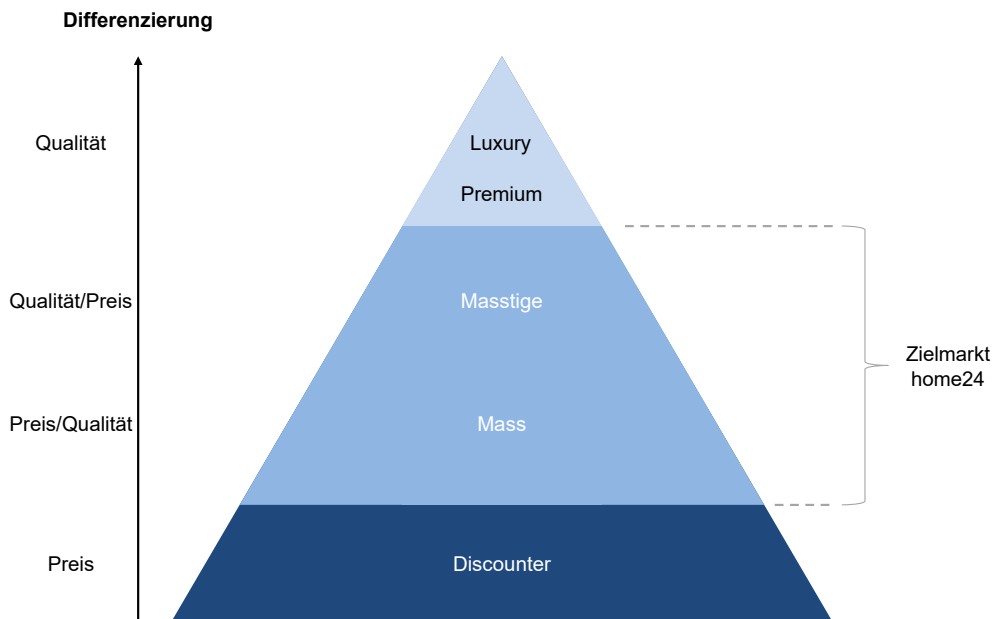
Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 5: Bruttowarenvolumen des home24-Konzern nach Vertriebskanälen im Geschäftsjahr 2023

115. Im Geschäftsjahr 2023 wurden von der home24-Gruppe Waren im Wert von rd. 820,1 Mio. € vertrieben. Auf den Online-Handel entfielen dabei rund 80,7 % (662,1 Mio. €) des Bruttowarenvolumens, wovon wiederum rd. 100 Mio. € über das Marktplatzgeschäft (d.h. Drittanbieter, die auf eigene Rechnung Produkte über die home24-Vertriebskanäle verkaufen) erwirtschaftet wurden. Über den stationären Offline-Handel wurden dagegen rd. 19,3 % des Bruttowarenvolumens (158,0 Mio. €) realisiert.

Beschreibung der Segmente

116. Im Fokus des Segments „home24“ liegt seit der Gründung im Jahr 2009 der Online-Vertrieb von Home & Living-Produkten über die firmeneigene E-Commerce-Plattform. Zur Produktpalette zählen neben Großmöbeln wie etwa Tischen, Schränken und Sofas auch eine Vielzahl von Dekorationsgegenständen, Teppichen und Heimtextilien sowie Lampen, Haushaltsgeräte, Geschirr und Gartenmöbel. Eine absatzmarktseitige Vergleichsbetrachtung zu Wettbewerbern untergliedert nach Preissegmenten stellt sich wie folgt dar.













Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 6: Marktpositionierung der home24 -Gruppe

117. Ernantes Ziel ist es, den Massenmarkt („Mass“) zu bedienen, indem ein umfassendes Sortiment angeboten wird, sodass jeder Kunde zu seinen individuellen Bedürfnissen passende Produkte findet. Da in der Wahrnehmung des Unternehmens jedoch die Produktqualität noch vor dem Preis das entscheidende Kaufkriterium darstellt, sollen möglichst hochwertige Produkte zu erschwinglichen Preisen („Masstige“¹¹) angeboten werden, sodass eine Abgrenzung zu Discounter-Anbietern erfolgt.

¹¹ Das Akronym „Masstige“ setzt sich aus den Wörtern „Masse“ und „Prestige“ zusammen und beschreibt Produkte, die hochwertig, dabei jedoch für eine breitere Masse noch erschwinglich sind.

118. In der folgenden Übersicht ist das Sortiment der home24, aufgeteilt in die Produktkategorien des Online-Shops, beispielhaft dargestellt.

Produktkategorie	Sortiment
 Möbel	Sofas & Couches, Sessel, Stühle, Tische, Betten, Schränke, Regale, Kommoden, Matratzen
 Garten & Freizeit	Gartenmöbel, Gartendekoration, Grills & Öfen, Sonnenschirme, Gartenhäuser, Zäune, Pflanzengefäße, Pools
 Accessoires	Dekorationsartikel, Spiegel, Wanddekoration, Paravents, Badaccessoires
 Lampen	Innenleuchten, Außenleuchten, Smart-Home-Lampen, LED-Lampen, Lampenzubehör
 Teppiche	Hochflor- & Kurzflorteppiche, Fußmatten, Outdoorteppiche, Kinderteppiche, Felle & Fellteppiche
 Textilien	Babytextilien, Bademäntel, Bettzeug, Decken & Kissen, Gardinen, Vorhänge, Handtücher
 Kinder	Kinderzimmermöbel, Kinder-Wanddekoration, Kinderzimmerlampen, Babymöbel, Spielzeuge
 Küche	Küchenmöbel, Backformen, Besteck, Geschirr, Gläser, Küchengeräte, Küchenspülen, Küchenarmaturen, Küchenmesser, Pfannen, Töpfe
 Bad	Badmöbel, Duschen, Badarmaturen, Waschbecken, Badematten, Bad- & Kosmetikspiegel, Wäschekörbe
 Tierbedarf	Näpfe, Schlafplätze, Kratzmöbel, Transportboxen, Halsbänder, Leinen, Vogelkäfige
 Haushalt	Küchen- & Reinigungsgeräte, Kisten, Aufbewahrungsboxen/-körbe, Schirmständer, Mülleimer, Wäscheständer, Reinigungszubehör
 Baumarkt	Öfen, Kamine, Ventilatoren, Heizgeräte, Klimaanlage, Tapeten, Briefkästen, Türen & Türstopper

Quelle: home24 Webseite; IVA-Analysen

Abbildung 7: Sortiment der home24 nach Produktkategorien

119. Operativ setzt sich das Sortiment der home24 aus einem Kern- und einem Ergänzungssortiment zusammen. Das Kernsortiment umfasst stark nachgefragte Produkte („Bestseller“), die insbesondere mit Hilfe von datenbasierten Analysen identifiziert werden. Diese Produkte werden in der Regel in den eigenen Lagern gehalten und selbst zum Kunden geliefert, sodass eine schnelle Verfügbarkeit garantiert werden kann. Um das gesamte Marktspektrum abzudecken und Kundenbedürfnisse vollumfänglich zu befriedigen, reicht das Kernsortiment jedoch nicht aus. Aus diesem Grund werden in Form des Ergänzungssortiments auch weniger nachgefragte Produkte und Nischenprodukte angeboten. In Abgrenzung zum Kernsortiment werden diese Produkte nicht in den eigenen Lagern gehalten, um Lagerkosten und -risiken zu vermeiden. Stattdessen erfolgt der Verkauf über sog. „Dropship“-Modelle, bei

denen die Produkte vom Hersteller selbst und direkt an die Endkunden geliefert werden. Die home24 trägt hierbei dennoch das Retourenrisiko und übernimmt den Kundenservice. Laut Unternehmensangaben umfasst das Kernsortiment rd. 150.000 Artikel, während das Ergänzungssortiment aus mehreren hunderttausend Artikeln besteht.

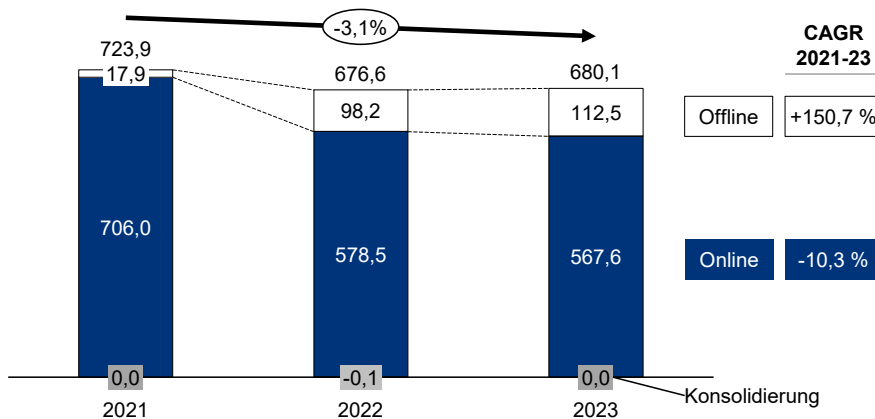
120. Die Gesellschaft unterscheidet zwischen dem Verkauf über den eigenen Webstore und den Marktplatz. Im eigenen Webstore werden Home & Living-Produkte unter eigenem Namen auf der konzerneigenen E-Commerce-Plattform verkauft. Dabei werden neben Eigenmarken- auch Dritt- bzw. Handelsmarkenprodukte vertrieben. Eigenmarkenprodukte werden im Auftrag der home24 von ausgewählten Partnerunternehmen produziert. Auf dem „Marktplatz“, der im Juli 2022 auf der eigenen Plattform eingeführt wurde, sind Drittanbieter gelistet, die auf eigene Rechnung Produkte direkt an Endkunden verkaufen. Die Preisbestimmungshoheit liegt dabei beim Drittanbieter. Der Vorteil für die Anbieter besteht in dem Zugang zur Kundenbasis von home24, mit täglich über 200.000 Plattformbesuchern sowie in einem breiten geografischen Kundenspektrum. Im Gegenzug erhält home24 eine Vermittlungsprovision für die verkauften Produkte. Mit einem Bruttowarenavolumen von über 100 Mio. € aus dem Marktplatzgeschäft ist home24 eigenen Angaben zufolge der größte auf Home & Living spezialisierte europäische Marktplatz (vgl. home24, Geschäftsbericht 2023, S.7). Neben der vereinnahmten Provision sorgt der Marktplatz aufgrund des größeren und umfangreicheren Sortiments für ein höheres Kundenaufkommen auf der home24-Plattform, was die Bekanntheit und Visibilität der Marke erhöht. Zudem werden Lücken im Sortiment des Unternehmens gefüllt sowie länderspezifische Angebote bzw. Nischensegmente geschaffen. Gemeinsam mit den nicht selbst gelagerten Drittmarkenprodukten bilden die Marktplatzprodukte das Ergänzungssortiment.
121. Neben dem Online-Handel betreibt home24 auch stationäre Showrooms und Outlet-Stores. Die Showrooms dienen vor allem der Präsentation höherpreisiger Produkte, bei denen Kunden die Qualität vor Ort erleben können. Dies soll die Kaufentscheidung unterstützen und das Vertrauen in die Marke stärken. Darüber hinaus betreibt home24 mehrere Outlet-Stores in Deutschland, die hauptsächlich zur Verwertung von Retouren genutzt werden. Rücksendungen werden vergleichsweise kostengünstig in nahegelegene Outlets transportiert und dort an neue Kunden weiterverkauft. Dies generiert höhere Erlöse im Vergleich zum Verkauf an ausländische Retourenverwerter. Gleichzeitig werden durch kürzere Transportwege Umweltbelastungen reduziert. Strategisch dient das stationäre Geschäft dazu, zusätzliche Kundengruppen zu erreichen und sie mit der Marke home24 vertraut zu machen. Ziel ist es, diese Kunden langfristig auch für den Online-Handel zu gewinnen, um weiteres Wachstum zu fördern und den Transformationsprozess der Branche voranzutreiben.

122. Die home24 vertreibt Produkte nur über ihre eigene Plattform sowie die zugehörigen stationären Flächen. Marketingtechnisch dienen daher insbesondere Suchmaschinen-Anzeigen bei Google und anderen Anbietern zur Kundengewinnung.
123. Das Segment „**Butlers**“ umfasst die Geschäftstätigkeiten der im April 2022 übernommenen Butlers GmbH & Co. KG („Butlers“), Köln. Butlers ist eine im Jahr 1990 gegründete Einzel- sowie Großhandelskette für Haushaltswaren, Tischdekorationen, Wohnaccessoires, Möbel, Heimtextilien und Geschenkartikel. Die Zusammenstellung des Sortiments orientiert sich dabei am Konzept des „gedeckten Tisches“. Dieser imaginäre Tisch soll mithilfe der Butlers-Produkte stillvoll gedeckt und in einem einladenden Zuhause präsentiert werden. Wesentliches Erfolgskriterium für Butlers ist insofern nicht die Breite des Sortiments, sondern den Geschmack der Kunden durch Präsentation trendiger und dekorativer Kollektionen zu treffen. Um dies zu gewährleisten und dabei eine Differenzierung gegenüber anderen Anbietern zu erreichen, wird das Sortiment von eigenen Designern entwickelt und innerhalb von Produktlinien aufeinander abgestimmt.
124. Traditionell erfolgt der Vertrieb von Butlers primär über stationäre Geschäftsflächen. Im DACH-Raum werden die rd. 100 Filialen vom Unternehmen selbst betrieben. Zusätzlich werden rd. 25 Franchisepartner-geführte Filialen in neun weiteren europäischen Ländern beliefert. Damit ist das Butlers-Geschäft im Vergleich zur home24 deutlich personalintensiver. Das Segment beschäftigt rd. 1.000 Mitarbeiter. Neben dem stationären Geschäft wurde bis zum Herbst 2023 auch ein eigener Webshop betrieben, der jedoch anschließend in den Online-Shop der home24 integriert wurde. Die Produkte des Segments werden darüber hinaus auch über die Handelsplattformen von ausgewählten Partnern wie etwa Amazon vertrieben. Im Großhandel bedient Butlers unter anderem auch Handelsketten.
125. Synergieeffekte aus der Übernahme von Butlers bestehen zum einen in der Erweiterung des home24-Sortiments um die Eigenmarken des Unternehmens. Das Möbelangebot von home24 wurde um das Butlers-Sortiment in Form von Haushaltswaren, Tischdekorationen und Wohnaccessoires komplementiert. Zum anderen können die stationären Geschäftsflächen gemeinsam monetarisiert werden, indem die Produkte des home24-Sortiments oder auch die E-Commerce-Plattform dort beworben werden. Mit rd. 40 Mio. jährlichen Besuchern in den Geschäften, wird die Marke home24 damit einem breiten Publikum präsentiert. Darüber hinaus konnten operative Prozesse wie das Customer Relations-Management der Bereiche zusammengelegt und dadurch kosteneffizienter gestaltet werden. Langfristig sollen, wie auch mit den stationären Showrooms und Outlet-Stores der home24, Kunden des Offline-Kanals transferiert und für das Online-Geschäft gewonnen werden.
126. Insgesamt zeichnet sich das Geschäft von Butlers durch eine hohe Saisonalität aus. Typischerweise werden im vierten Quartal durch das Weihnachtsgeschäft hohe Umsätze

generiert, wohingegen im restlichen Jahr und insbesondere im ersten Quartal weniger starke Ergebnisse erzielt werden.

127. Das Segment „Europa“, das sich aus den Marken home24 und Butlers zusammensetzt, erzielte im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von 441,6 Mio. €. Das Bruttowarenvolumen lag im selben Jahr bei 680,1 Mio. €. Dabei lag der Anteil des online verkauften Warenvolumens bei rd. 83,5 % (567,6 Mio. €). Der Anteil des stationären Handels am Bruttowarenvolumen des Segments ist mit der Übernahme von Butlers stark gestiegen. Lag der Anteil im Jahr 2021 noch bei rd. 2,5 % (17,9 Mio. €), stieg er im darauffolgenden Geschäftsjahr auf rd. 14,5 % (98,2 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2023 wurde Butlers dann erstmalig über das gesamte Jahr vollkonsolidiert, sodass der Offline-Anteil nochmals anstieg, auf 16,5 % bzw. 112,5 Mio. €. Die durchschnittliche Wachstumsrate des Bruttowarenvolumens des europäischen Segments liegt im Beobachtungszeitraum bei -3,1 %, wobei der leichte Anstieg von 2022 auf 2023 nur aufgrund der erstmaligen ganzjährigen Einbeziehung von Butlers erreicht werden konnte. Für den Offline-Anteil liegt die Wachstumsrate derweil aufgrund der Sondereffekte durch die Butlers-Akquisition bei 150,7 %. Das Bruttowarenvolumen, das über den Online-Kanal realisiert wurde, ist im Beobachtungszeitraum hingegen mit einer durchschnittlichen Rate von 10,3 % zurückgegangen.

home24 SE-Gruppe – Bruttowarenvolumen im Segment Europa nach Vertriebskanälen (in Mio. €)



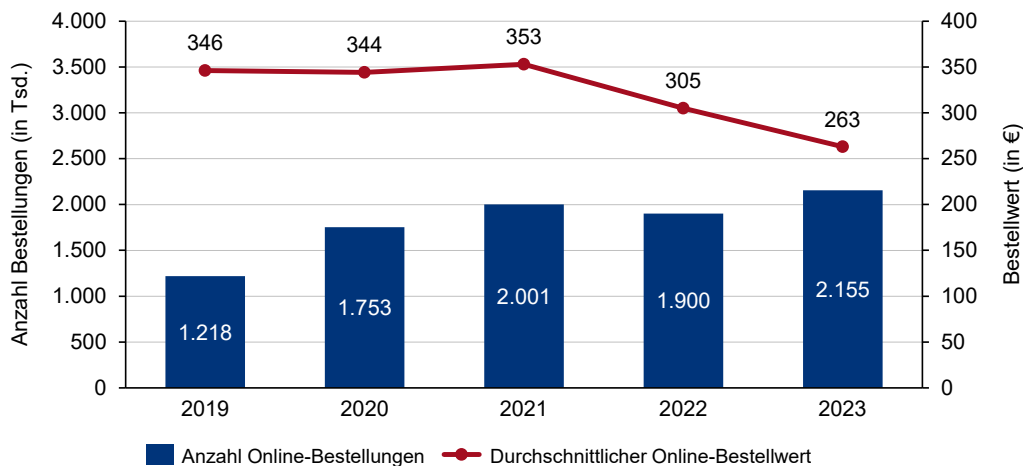
Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 8: Entwicklung des Bruttowarenvolumen des Segments Europa nach Vertriebskanälen in den Jahren 2021 bis 2023

128. Die Anzahl der Online-Bestellungen ist für das europäische Segment seit 2019 gestiegen. Wurden 2019 noch rd. 1,2 Mio. Bestellungen online getätigt, stieg die Zahl bis 2023 auf rd. 2,16 Mio. Der Rückgang des Bruttowarenvolumens für den Online-Vertriebskanal in den Jahren 2021 bis 2023 erklärt sich entsprechend aus einem im selben Beobachtungszeitraum

gesunkenen durchschnittlichen Online-Bestellwert. Während also eine höhere Kauffrequenz mit mehr absoluten Bestellungen vorlag, sank der Wert der verkauften Ware je Bestellung. Dies erklärt sich u.a. durch die Einführung des Marktplatzgeschäfts im selben Jahr. Beide Geschäftsstränge vertrieben im Schnitt Produkte mit niedrigeren Verkaufspreisen, was den Bestellwert drückt. Im Gegenzug werden über diese Geschäftsaktivitäten neue Kunden gewonnen und der gesamte Umsatz gesteigert.¹²

home24 SE-Gruppe – Online Bestellungen und durchschnittlicher Bestellwert für das Segment Europa



Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 9: Entwicklung der Online-Bestellungen sowie des durchschnittlichen Online-Bestellwerts des Segments Europa in den Jahren 2019 bis 2023

129. Das Segment „Lateinamerika“ beinhaltet die Geschäftstätigkeiten der 2011 gegründeten Mobly S.A. und ihrer Tochtergesellschaften. Unter der Marke „Mobly“ ist der Bereich im brasilianischen Home & Living-Markt als Retail-Händler von Möbeln, Dekorationsartikeln und Haushaltswaren tätig. Der Fokus der Geschäftstätigkeit liegt auf dem Online-Handel mit Endverbrauchern (sog. „B2C“-Geschäft, „Business to Customer“), der über Webseite www.mobly.com.br erfolgt. Das Sortiment der Mobly unterteilt sich in sieben Produktkategorien. In der folgenden Tabelle sind die sieben Kategorien und beispielhafte Produkte des jeweiligen Sortiments aufgelistet.

¹² Vgl. home24, Geschäftsbericht 2023, S.13.

Produktkategorie		Sortiment
 Möbel	Betten, Sofas, Schränke, Stühle, Heimtextilien, Vorhänge, Tapeten	
 Kinderartikel	Babyartikel, Spielzeug, Badezubehör, Kinderbetten, Kinderzimmermöbel	
 Haushaltsgeräte	Kochfelder, Kochfeldabdeckungen, Dunstabzugshauben, Küchengeräte	
 Garten und Freizeit	Campingartikel, Grillzubehör, Gartenmöbel, Gartenwerkzeug, Tierbedarf	
 Renovierung und Garage	Werkzeug, Lichtschalter, Spülbecken, Badewannen, Armaturen	
 Elektronik	Ventilatoren, Smart Home-Produkte, Lampen, Lichterketten	
 Sonstiges	Besteck, Tafelgeschirr, Gläser, Töpfe, Pfannen Reinigungsartikel, Mülleimer	

Quelle: Mobly Webseite; IVA-Analysen

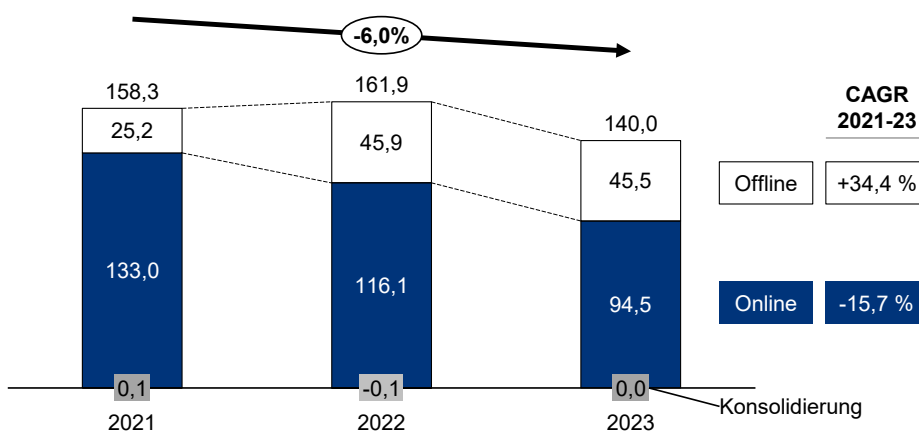
Abbildung 10: Sortiment der Mobly nach Produktkategorien

130. Insgesamt werden von Mobly über die sieben Produktkategorien rd. 300.000 Artikel angeboten. Hierbei wird markentechnisch ein Gleichgewicht zwischen Eigenmarken- und Drittmarkenprodukten angestrebt. Ähnlich wie bei home24 wird, um das Angebot auf der Plattform zu erweitern, eine Marktplatzfunktion angeboten, auf der Drittanbieter unter Abführung von Provisionsgebühren eigenständig Produkte vertreiben können.
131. Vertriebsseitig fokussiert sich das Geschäft der Mobly auf den Online-Handel und die Megastores im stationären Handel. Im Online-Handel vertreibt Mobly ihre Waren über die eigene Webseite und über externe Online-Plattformen wie Amazon oder MercadoLibre. Seit 2019 werden zudem stationäre Geschäfte in Form von Einzelhandelsläden („Megastores“), Outlets und Franchise-Filialen („Mobly ZIP“) betrieben. Von den insgesamt 18 stationären Geschäftsflächen befinden sich 17 im Bundesstaat São Paulo und eine im angrenzenden Bundesstaat Minas Gerais (vgl. mobly.com.br, 25.10.2024). Dabei teilen sich diese 18 Geschäfte in neun Megastores, sieben Outlets und zwei Franchise-Filialen auf.
132. Im Einzelhandel umfasst das Leistungsspektrum der Mobly neben dem Produktangebot auch komplementäre Dienstleistungen, wie Montage- und Reparaturservices, Garantieleistungen oder Ratenzahlungsmodelle.
133. Den Grundstein der Operationen der Mobly bildet das konzernerneigene Logistik-Netzwerk mit fünf Distributionszentren, von denen vier im Südwesten und eins im Nordosten des Landes lokalisiert sind. Neben der Lagerung des eigenen Sortiments werden über dieses

Logistiknetzwerk hauptsächlich eigene Waren ausgeliefert und darüber hinaus Lager- und Speditionsdienstleistungen für Drittanbieter im Home & Living-Sektor angeboten. Zum Ende des Geschäftsjahres 2023 erfolgten rd. 60 % der eigenen Lieferungen auf der „letzten Meile“, also dem letzten Wegstück in der Lieferkette bis hin zum Endkunden, über das eigene Logistiknetzwerk. Nach eigenen Angaben spart das Unternehmen durch die Abwicklung der „Last-Mile“-Lieferungen im eigenen Logistiknetzwerk rund 40 % der Kosten im Vergleich zur Beauftragung von Spediteuren.

134. Im Geschäftsjahr 2023 wurden über das Segment Lateinamerika Umsatzerlöse i.H.v. rd. 102,6 Mio. € erwirtschaftet. Das Bruttowarenvolumen betrug im selben Jahr 140,0 Mio. €. Hiervon wurden 94,5 Mio. € (67,5 %) des Warenvolumens über den Online-Vertrieb und 45,5 Mio. € (45,5 %) über den stationären Handel vertrieben. Ähnlich wie im Segment Europa wuchs der Anteil des stationären Handels in den letzten drei Jahren an, ausgehend von 15,9 % im Jahr 2021 über 28,3 % im Folgejahr, auf den aktuellen Wert. Insgesamt zeigt sich im Beobachtungsraum ein sinkendes Bruttowarenvolumen, die durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) liegt über die Vertriebskanäle hinweg bei -6,0 %.

home24 SE-Gruppe – Bruttowarenvolumen im Segment Lateinamerika nach Vertriebskanälen (in Mio. €)



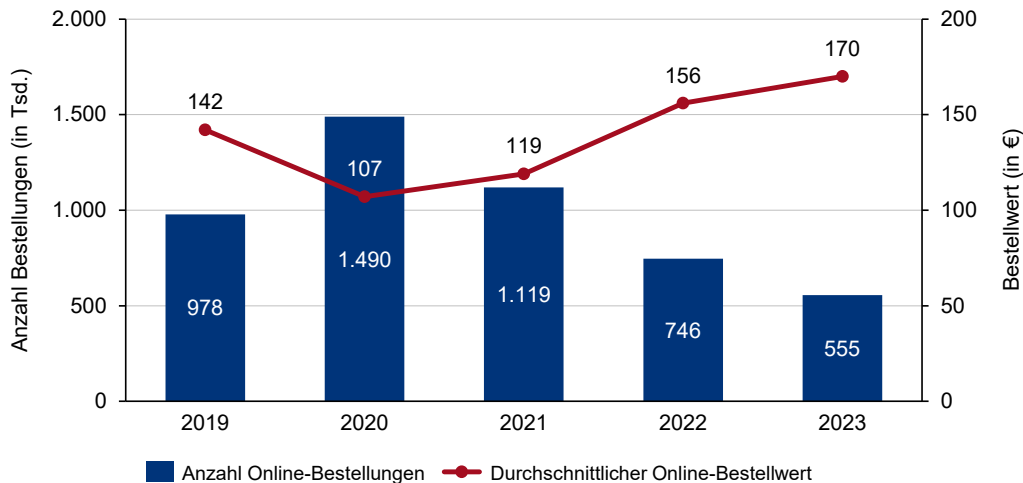
Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 11: Entwicklung des Bruttowarenvolumen des Segments Lateinamerika nach Vertriebskanälen in den Jahren 2021 bis 2023

135. Die Zahl der Online-Bestellungen bei Mobly ist insgesamt seit 2019 zurückgegangen. Von 2019 auf 2020 stiegen die online getätigten Bestellungen zunächst noch um rd. 0,5 Mio. auf knapp 1,5 Mio. Bestellungen. Anschließend ist parallel zur Entwicklung in Deutschland ein stetiger Rückgang zu beobachten, bis auf ein Niveau von 0,5 Mio. Online-Bestellungen im Geschäftsjahr 2023. Auch hier ist die Entwicklung maßgeblich verknüpft mit der Entwicklung des durchschnittlichen Online-Bestellwerts. Im Gegensatz zum europäischen Segment kann

hier ein Anstieg des Bestellwerts ab 2020 beobachtet werden. Ausgehend von einem durchschnittlichen Warenwert von 107 € im Jahr 2020, stieg der Wert um rd. 58,9 % auf 170 € an.

home24 SE-Gruppe – Online Bestellungen und durchschnittlicher Bestellwert für das Segment Lateinamerika



Quelle: home24; IVA-Analysen

Abbildung 12: Entwicklung der Online-Bestellungen sowie des durchschnittlichen Online-Bestellwerts des Segments Lateinamerika in den Jahren 2019 bis 2023

136. Die Mobly S.A. ist seit dem 5. Februar 2021 an der Börse B3 in São Paulo unter dem Ticker MBLY3 (ISIN: BRMBLYACNOR5) notiert.
137. Im September 2023 wurde bekannt, dass die Mobly S.A. Gespräche mit ihrem Wettbewerber Tok&Stok Comércio e Indústria de Móveis S.A., Sao Paulo/Brasilien („Tok&Stok“), über eine Fusion führt. Tok&Stok ist eine brasilianische Einzelhandelskette, die auf den Verkauf von Möbeln und Wohnaccessoires spezialisiert ist. Sie wurde 1978 gegründet und hat sich seither als eine der größten Möbelhandelsketten Brasiliens etabliert. Tok&Stok betreibt insbesondere stationäre Geschäfte in ganz Brasilien, bietet zusätzlich aber auch Online-Verkaufsmöglichkeiten an. Am 8. August 2024 wurde eine Vereinbarung veröffentlicht, nach der die Hauptaktionäre der Tok&Stok eine Kapitalerhöhung bei der Mobly zeichnen und diese durch Einbringung ihrer Tok&Stok-Aktien erfüllen.
138. Zum Zeitpunkt der Erstellung unseres Prüfungsberichts erwartet das Management der home24-Gruppe, dass das Closing der Transaktion vor der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung am 13. Dezember 2024 abgeschlossen sein wird. Demnach erlangt die Mobly die Anteilsmehrheit an der Tok&Stok. Mit der Kapitalerhöhung einhergehend ist eine

Verwässerung der Beteiligung der home24-Gruppe an der Mobly wahrscheinlich. Nach heutigem Kenntnisstand wird von einer Beteiligungsquote der home24 an Mobly von etwa 45 % ausgegangen, was dazu führen würde, dass keine Anteilsmehrheit der home24 mehr an der Mobly vorliegt. Eine Folge des Verlustes der Anteilsmehrheit wäre, dass die Mobly nicht mehr vollkonsolidiert in den Konzernabschluss der home24 SE einzubeziehen wäre.

ESG-Rahmenbedingungen sowie wesentliche Nachhaltigkeitsthemen für die home24

139. Im Jahr 2019 forderte das Europäische Parlament die Europäische Kommission dazu auf, alle Gesetzesvorschläge mit dem Ziel in Einklang zu bringen, die Erderwärmung auf maximal 1,5 °C zu begrenzen. Ein besonderer Fokus liegt dabei auf der Reduzierung von Treibhausgasemissionen. Die Kommission entwickelte daraufhin den europäischen „Grünen Deal“, der einen Fahrplan zu einem klimaneutralen Europa bis 2050 vorgibt. Die konkrete Ausgestaltung erfolgt durch die EU-Taxonomie, einem Regelwerk, das Nachhaltigkeit definiert und entscheidend ist für die Steuerung von Kapitalströmen seitens Investoren und Fremdkapitalgeber im Sinne des „Green Deals“. Zusätzlich zum Zieljahr 2050 verfolgt die EU das Programm „Fit for 55“, das eine Reduktion der Treibhausgasemissionen um 55 % bis 2030 im Vergleich zu 1990 vorsieht. Darüber hinaus wächst der Anspruch an Unternehmen, verstärkt soziale Verantwortung und hohe Governance-Standards zu erfüllen.
140. Für Unternehmen bedeutet dies, dass sie ihre Tätigkeiten auf nachhaltige Kriterien überprüfen und in ihren Berichten transparent darlegen müssen. Die Gesellschaft hat im Geschäftsjahr 2022 den Prozess zur Bestimmung der für sie relevanten Nachhaltigkeitsthemen formalisiert. Die Wesentlichkeitsanalyse folgt den Dimensionen „Auswirkungen durch die Geschäftstätigkeit“, „Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit“ und „Stakeholder Relevanz“. In ihre Analysen bezieht die Gesellschaft außerdem mögliche Nachhaltigkeitschancen und -risiken sowie bestehende Gesetzgebungen.
141. Die von der home24-Gruppe hervorgehobenen Nachhaltigkeitsthemen werden im Nichtfinanziellen Bericht des Geschäftsberichts 2022 der home24 SE sowie auf der Webseite der Gesellschaft aufgeführt. Demnach konzentriert sich das Unternehmen auf verschiedene Bereiche der Nachhaltigkeit und Corporate Social Responsibility (CSR). Die zentralen Aspekte umfassen insbesondere Umweltbelange, soziale Verantwortung, Arbeitnehmendenbelange, Sozialbelange und Achtung der Menschenrechte sowie die Bekämpfung von Korruption und Bestechung.
 - Umweltbelange: home24 legt besonderen Wert auf die nachhaltige Gestaltung der Lieferkette, wobei die Reduktion des CO₂-Fußabdrucks eine zentrale Rolle spielt. Dies wird unter anderem durch den Ausbau umweltfreundlicher Logistiklösungen und das Angebot nachhaltiger Produkte umgesetzt.

- **Arbeitnehmendenbelange:** Die Förderung einer positiven und integrativen Unternehmenskultur gehört zu den Kernzielen von home24. Dabei werden auch Maßnahmen zur Förderung der beruflichen Entwicklung und Sicherheit der Mitarbeiter betont.
- **Soziale Verantwortung und Menschenrechte:** Die Einhaltung von Sozialstandards entlang der gesamten Lieferkette ist ein zentrales Anliegen. home24 setzt sich zudem aktiv für faire Arbeitsbedingungen und die Einhaltung der Menschenrechte ein.
- **Bekämpfung von Korruption und Bestechung:** home24 hat Compliance-Richtlinien implementiert, um Korruption und Bestechung entgegenzuwirken. Diese Maßnahmen umfassen u.a. Schulungen innerhalb der Organisation und bei Geschäftspartnern.

Übernahme der home24 SE durch die XXXLutz

142. Mit der Freigabe durch kartellrechtliche Kontrollbehörden im April 2023 wurde die home24-Gruppe von der österreichischen XXXLutz-Gruppe übernommen. Die XXXLutz ist in 13 Ländern mit über 370 Einrichtungshäusern vertreten und beschäftigte zum Ende des Jahres 2023 über 26.000 Mitarbeiter. Mit einem Jahresumsatz von 5,75 Mrd. € im Geschäftsjahr 2023 ist der Konzern weltweit ein bedeutender Möbelhändler. Zielsetzung der Übernahme ist die strategische sowie finanzielle Unterstützung der home24-Gruppe, sodass kontinuierliches Wachstum realisiert werden kann und sich die Plattform als führende pure-play Home & Living E-Commerce Plattform weiter etabliert. Hierzu soll unter anderem eine Ausweitung des Sortiments dienen, aber auch die Stärkung der regionalen Präsenz durch Zurverfügungstellen von weiteren stationären Geschäftsflächen.¹³ Synergien ergeben sich aus Sicht der beiden Parteien primär in Form von verbesserten Einkaufskonditionen durch den gemeinsamen Einkauf über internationale Verbände. Zudem profitiert die home24-Gruppe potenziell von günstigeren Finanzierungsbedingungen der XXXLutz-Gruppe. Auch vertriebsseitig bestehen Möglichkeiten zur Kooperation. Weitere wesentliche Synergien werden auskunftsgemäß nicht erwartet. In Bezug auf die Geschäftstätigkeit der home24 sind keine Änderungen vorgesehen.

¹³ Vgl. Angebotsunterlage – Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot), RAS Beteiligungs GmbH, S.39-40.

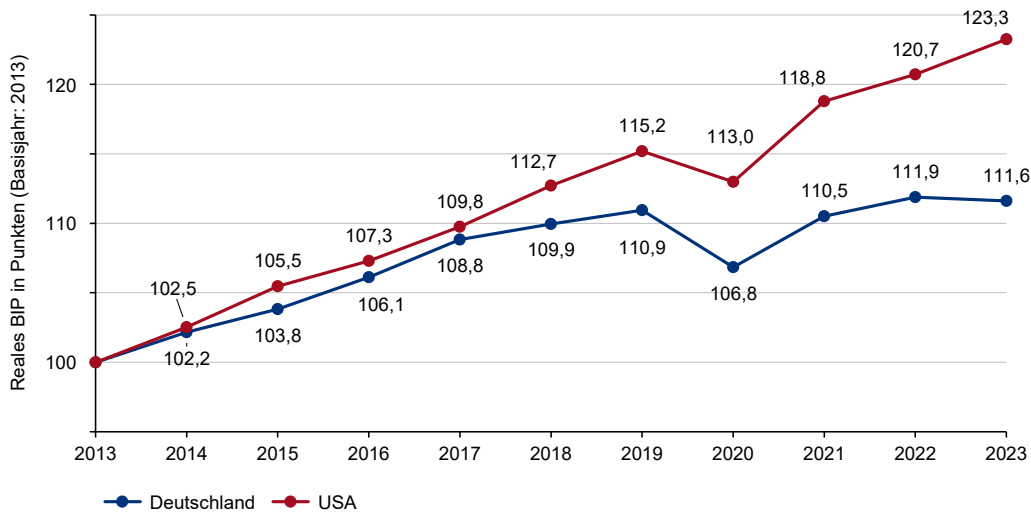
3. Markt und Wettbewerbssituation

a) Marktumfeld

143. Die Ausgaben für Möbel und Wohnaccessoires in Deutschland, dem Hauptmarkt von home24, bewegen sich je nach Definition in einer Größenordnung von 22,6 Mrd. € (vgl. HWB, Möbel- und Küchenhandel 2023, Pressemitteilung vom 19.03.2024) bis rund 50,0 Mrd. € (vgl. statista, Möbel – Deutschland). Das Unternehmen selbst bezifferte in einer Präsentation aus dem Jahr 2022 seinen adressierbaren Home & Living-Markt¹⁴ auf mehr als 110,0 Mrd. €, wovon gut 11,0 Mrd. auf das Online-Segment entfallen.
144. Der Markt für Haushaltswaren und Einrichtungsgegenstände ist eng verzahnt mit dem makroökonomischen Umfeld sowie der Bevölkerungsentwicklung. Für das Konsumverhalten der Privathaushalte ist vor allem deren Kaufkraft von Relevanz, die wiederum eng an die Preis- und Beschäftigungs- sowie die reale Einkommensentwicklung gekoppelt ist. Der private Konsum ist in Deutschland mit einem Anteil von fast 53,0 % (2023) wichtigste Stütze des Bruttoinlandsprodukts (vgl. statista, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen).
145. Das Bruttoinlandsprodukt hat sich in Deutschland nach dem historischen Einbruch infolge der COVID-19-Pandemie zunächst kräftig erholt, aber bereits ab 2022 wieder an Dynamik eingebüßt, sowohl absolut als auch relativ zu anderen Ländern. Seither verläuft die Entwicklung im Wesentlichen seitwärts. Bei genauerer Betrachtung der Zahlen zeigt sich ferner, dass diese Wachstumsschwäche bereits 2017/18 einsetzte.
146. Ein Vergleich mit der Konjunktorentwicklung in einer anderen führenden Industrienation wie beispielsweise den USA offenbart darüber hinaus eine deutliche Abkoppelung bei den Wachstumsraten. Während sich das Bruttoinlandsprodukt 2023 in Deutschland gegenüber 2017 um gerade einmal 2,6 % ausgeweitet hat, fiel der Zuwachs in den USA im gleichen Zeitraum mit 12,3 % mehr als viermal so hoch aus. Diese Diskrepanz wirft die Frage auf, ob die in Deutschland zu beobachtende Wachstumsschwäche allein auf zyklischen Faktoren beruht, oder ob sich möglicherweise das Potenzialwachstum in Europas führender Wirtschaftsnation verringert hat.

¹⁴ Bestehend aus Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden, Belgien, Österreich, Schweiz und Brasilien.

BIP-Entwicklung: Deutschland vs. USA



Quelle: Deutsche Bundesbank, Entstehung und Verwendung des Inlandsprodukts, 19.09.2024; statista, USA: Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 1989 bis 2023, 25.04.2024; IVA-Analysen

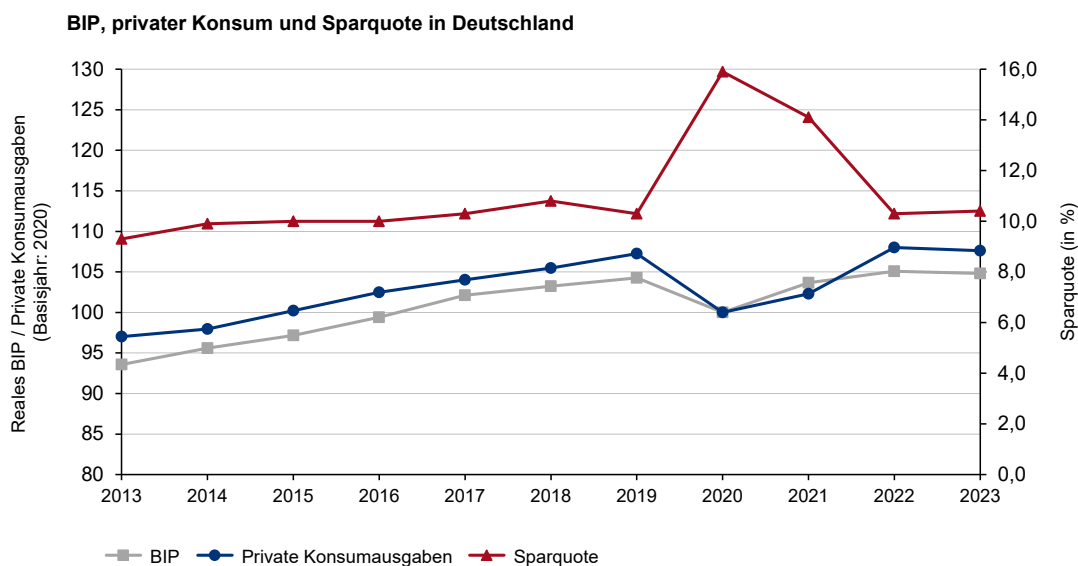
Abbildung 13: Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland und den USA von 2013 bis 2023

147. Der Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) zeichnet in einem Bericht nach, wie sich das Trendwachstum der deutschen Volkswirtschaft von 4,0 % am Ende des Wirtschaftswunders auf zuletzt nur noch 0,5 % abgeschwächt hat (vgl. BVR Research, Volkswirtschaft kompakt, 21.09.2023, S. 2). Nach Einschätzung der führenden deutschen Wirtschaftsinstitute wird das Wirtschaftswachstum in Deutschland nicht mehr an den Trend vor der COVID-19-Pandemie anknüpfen können. Aus ihrer Sicht liegt das Produktionspotenzial 2024 um fast 4,0 % unter dem von den Instituten im Herbst 2019 prognostizierten Niveau. Für den Zeitraum 2023 bis 2029 gehen die Konjunkturoperaten für Deutschland daher von einem jährlichen Wirtschaftswachstum von im Schnitt nur noch 0,8 % aus (vgl. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024, Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, S. 32 und 63).
148. Genauso wie das Bruttoinlandsprodukt liegt auch der Konsum der privaten Haushalte in Deutschland aktuell nur knapp über dem Stand von 2019, dem Jahr vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie. Ein Grund für die Konsumschwäche könnte die Preisentwicklung sein. Nach jahrzehntelanger weitgehender Preisstabilität (gemäß EZB-Definition, vgl. Deutsche Bundesbank, Geldpolitik) war die jüngere Vergangenheit von einem zwischenzeitlich kräftigen Preisanstieg geprägt, der in Deutschland Ende 2022 in der Spitze mehr als 10,0 % erreichte (vgl. destatis, Pressemitteilung Nr. 022, 17.01.2023), sich seither aber spürbar abgeschwächt hat. So ist die Inflationsrate im September laut Statistischem Bundesamt (Destatis) auf 1,6 % zurückgegangen, dem niedrigsten Niveau seit dreieinhalb Jahren. Zudem sind die

Preiserwartungen deutlich gesunken, da aus Sicht des Ifo-Instituts die wirtschaftliche Krise die Spielräume für die Unternehmen verringert, ihre Preise zu erhöhen (vgl. Ifo-Institut, Pressemitteilung vom 30.09.2024). In der Eurozone hat sich der Preisauftrieb mit einem Rückgang der Inflationsrate von 2,2 % im August auf 1,8 % im September ebenfalls weiter abgeschwächt, wenngleich die Kernrate mit 2,7 % noch ein Stück weit über dem mittelfristigen Zielwert der Europäischen Zentralbank lag.

149. Zwar ist die Inflation der Warenpreise mittlerweile auf ein niedriges Niveau gesunken, doch in vielen Dienstleistungssektoren bleibt der Kosten- und Preisdruck bestehen (vgl. OECD Economic Outlook, September 2024, S. 4). Zudem wird die Inflationsrate aus Sicht der Bundesbank im Schlussquartal 2024 auch deshalb wieder steigen, weil sie derzeit noch von einem preisdämpfend wirkenden Basiseffekt bei den Energiepreisen profitiert (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 2024, Kapitel 1.6). Die Wirtschaftsforschungsinstitute gehen in ihrer Herbstprognose gleichwohl davon aus, dass sich die Teuerungsrate 2025 und 2026 wieder in der Nähe der EZB-Zielmarke von 2,0 % bewegen wird. Sie merken aber auch an, dass sich die Kernrate (ohne Energie) aufgrund der Teuerung bei den Dienstleistungen erst 2026 in den Bereich von 2,0 % zurückbilden wird (vgl. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024, S. 35).
150. Die Preissteigerungen infolge von Lieferkettenproblemen und den Auswirkungen des Ukrainekriegs haben vor allem die Budgets unterer Einkommensschichten stark belastet. Sie weisen eine relativ hohe Konsumquote auf, da sie einen größeren Anteil ihres verfügbaren Einkommens für notwendige Ausgaben wie Wohnen und Essen aufwenden müssen als einkommensstärkere Haushalte. Tatsächlich sind jedoch die Reallöhne seit 2019 nach Berechnungen des arbeitgebernahen Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) trotz eines kräftigen Preisauftriebs von seither rund 20,0 % sogar leicht gestiegen, nicht zuletzt begünstigt durch abgabenfreie Inflationsausgleichsprämien (vgl. tagesschau.de, „Unterm Strich mehr Geld als vor der Krise“, 07.07.2024). Auch die Bundesbank konstatiert hohe Lohnzuwächse und ein im langfristigen Vergleich kräftiges Wachstum der Effektivverdienste sowie in der Folge preisbereinigt deutlich steigende verfügbare Einkommen. Das auf zwölf Monate umgerechnete Lohnplus lag zuletzt in fast allen Branchen zwischen 4,0 % und 6,0 %, während sich in den anstehenden Tarifverhandlungen die Lohnforderungen der Gewerkschaften zwischen 7,0 % und 19,0 % für eine Laufzeit von zwölf Monaten bewegen. Allerdings hebt die Bundesbank ebenso hervor, dass für die zurückliegenden drei Jahre sowohl im produzierenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor Reallohnverluste aufgelaufen sind (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht August 2024, S. 10, 11, 92, 93).
151. Vor diesem Hintergrund ist beim Konsumklima in Deutschland aktuell allenfalls eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau zu beobachten, wobei die einzelnen Monatswerte stark schwanken. Leicht aufgehellt hat sich laut dem Marktforschungsinstitut GfK die

Einkommenserwartung, während die Anschaffungsneigung etwas weniger pessimistisch ausfällt, ohne aber wirklich von der verbesserten Einkommenssituation zu profitieren (vgl. GfK, Pressemitteilung vom 26.09.2024). Dagegen zeigen sich am Arbeitsmarkt erste rückläufige Tendenzen. So fiel die Herbstbelegung im September schwach aus, was dazu führte, dass Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung saisonbereinigt erneut gestiegen sind (vgl. Bundesagentur für Arbeit, Monatsbericht September 2024, S. 6). Zwar wirkt der Arbeits- und Fachkräftemangel infolge des demographischen Wandels als stabilisierendes Element des Arbeitsmarkts, da einer Umfrage der EZB zufolge Unternehmen auch in schwierigen Phasen vermehrt dazu neigen, an ihrem Personal festzuhalten (vgl. Börsen-Zeitung, „Fachkräftemangel hält Arbeitsmarkt stabil“, 3./4. Oktober 2024, S. 8). Angesichts zunehmender Kurzarbeit, vermehrter Unternehmensinsolvenzen sowie den in Schlüsselbranchen wie der Automobilindustrie angekündigten Sparkursen und Stellenstreichungen könnte bei den Beschäftigten aber dennoch die Sorge um den Arbeitsplatz wachsen. Die daraus resultierende Verunsicherung dürfte ein Grund sein, warum ein Teil der Einkommenszuwächse in die Ersparnisse statt in den Konsum geflossen sind (vgl. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024, S. 48). Die Bundesbank rechnet für das dritte Quartal mit einem nochmaligen Anstieg der Sparneigung bei einer anhaltend schwunglosen Arbeitsmarktentwicklung (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht August 2024, S. 90).

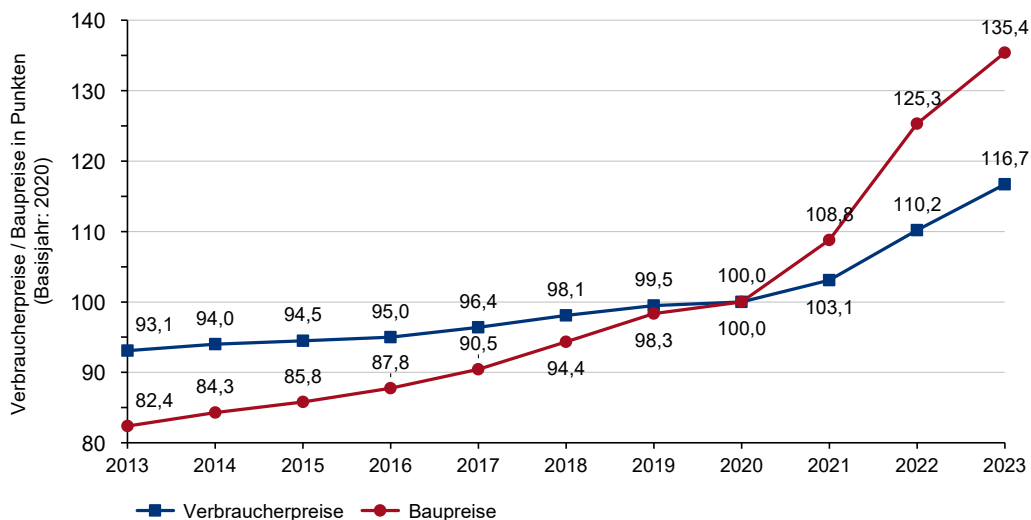


Quelle: Deutsche Bundesbank, Entstehung und Verwendung des Inlandsprodukts und Einkommen der privaten Haushalte, 19.09.2024; IVA-Analysen

Abbildung 14: Reales Bruttoinlandsprodukt, privater Konsum und Sparquote in Deutschland von 2013 bis 2023

152. Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute gehen für den privaten Konsum im laufenden Jahr in ihrer Herbstprognose daher auch nur von einem Anstieg von 0,4 % aus, während er nach Einschätzung der Konjunkturforscher 2025 und 2026 mithilfe einer allmählich sinkenden Sparquote um jeweils rund 1,0 % zulegen könnte (ebenda, S. 49).
153. Neben einer positiven Entwicklung der verfügbaren Einkommen hätte längerfristig auch ein Anstieg der Erwerbstätigenzahl das Potenzial, dem Privatverbrauch in Deutschland Impulse zu verleihen. Danach sieht es aber nicht aus. Die Bevölkerungsentwicklung zeigt zwar seit Jahren einen leichten Aufwärtstrend und das IW geht davon aus, dass sich der Bevölkerungsstand Deutschlands bis 2040 um 2,3 % auf etwa 85 Millionen Einwohner erhöhen wird. Bei weiter voranschreitender Alterung der Gesellschaft sinkt aber im gleichen Zeitraum das Erwerbspersonenpotenzial um geschätzte 6,0 % auf 55,2 Millionen Erwerbsfähige (vgl. IW-Trends 3/2024, IW-Bevölkerungsprognose 2024, S. 67).
154. Das leichte Bevölkerungswachstum könnte zumindest den Bedarf an Wohnraum steigern. Auch wenn die Baubranche derzeit stärker noch als andere Wirtschaftszweige unter einer Auftragsflaute leidet, liegt dies nicht an einem Wohnraumüberangebot. Vielmehr haben sich nach einem mehr als eine Dekade währenden Aufschwung die Rahmenbedingungen für das Baugewerbe geändert.

Verbraucherpreise und Baupreise in Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank, Verbraucherpreisindex Preisindex für Wohnbauten; IVA-Analysen

Abbildung 15: Entwicklung der Verbraucherpreise und der Baupreise für Wohnbauten in Deutschland von 2013 bis 2023

155. Dabei befand sich die deutsche Bauwirtschaft bis zu Beginn der COVID-19-Pandemie in einer regelrechten Boomphase. Günstige Finanzierungskosten, steigende Immobilienpreise und die Wohnraumknappheit in den Ballungszentren sorgten für eine hohe Nachfrage. Das Bild änderte sich durch die danach eingetretene Kostenexplosion bei den Baukosten, u.a. aufgrund von Materialengpässen und den Preisausschlägen bei Energieträgern infolge der Pandemie und des Ukrainekriegs. Hohe Nachhaltigkeitsstandards und kostspielige Genehmigungsverfahren gelten als zusätzliche Kostentreiber (vgl. ifo Schnelldienst, 11/2023, Zur aktuellen Lage im Wohnungsbau, S. 49). Zudem verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen, als die europäische Zentralbank als Reaktion auf den allgemeinen Teuerungsschub Mitte 2022 die Zinswende einleitete, die zu insgesamt zehn Zinsanhebungen führte. Die Bauzinsen kletterten in der Folge bei einer zehnjährigen Zinsbindung kurzzeitig auf mehr als 4,0 % (vgl. statista, Monatliche Entwicklung der Bauzinsen in Deutschland bis 2024, 03.09.2024). Seither befinden sich die Bauinvestitionen im freien Fall (vgl. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024, S. 66).
156. Auch den für home24 relevanten Wohnungsbau hat es hart getroffen, der mit einem Anteil von 61,0 % aller Bauinvestitionen die mit Abstand wichtigste Bausparte ist (vgl. Hauptverband der Deutschen Bauindustrie, Bauwirtschaft im Zahlenbild). Die Baugenehmigungen für Wohnungen sind im Zeitraum Januar bis Juli 2024 auf 123.600 Wohneinheiten geschrumpft, das entspricht einem Rückgang von 20,8 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Das von der Bundesregierung ausgewiesene Ziel von 400.000 neuen Wohnungen pro Jahr dürfte mithin abermals deutlich verfehlt werden. Bereits 2023 war die Zahl genehmigter Wohnungen mit 260.100 auf den niedrigsten Stand seit 2012 gesunken (vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung Nr. 074, 2024).
157. Auch in anderen europäischen Ländern befinden sich die Bauaktivitäten im Abschwung. Euroconstruct, ein 19 europäische Länder umfassendes Netzwerk aus Partnerinstituten mit spezifischem Know-how für den Bausektor, geht in seiner jüngsten Prognose für 2024 von einer Fortsetzung des Abwärtstrends beim Bauvolumen aus. Das erwartete Minus von 2,7 % (Deutschland -3,0 %) führen die Experten in erster Linie auf den Wohnungsbau zurück (vgl. Euroconstruct, Pressemitteilung, 11. Juni 2024).
158. Der Baubranche helfen könnte eine weiter rückläufige Zinsentwicklung, die an den Kapitalmärkten bereits zu beobachten ist und jüngst auch in ersten Schritten von der EZB nachvollzogen wurde. Den Senkungen des Leitzinses im Juni und September dieses Jahres von 4,0 % auf 3,75 % bzw. 3,5 % folgte Mitte Oktober eine neuerliche Rücknahme um 0,25 Prozentpunkte auf 3,25 %. Veränderungen im Leitzins beeinflussen durch ihre unmittelbare Auswirkung auf Kredit- und Hypothekenzinsen die Finanzierungskosten von Konsumenten und Investoren. Gleichwohl wird der Wohnungsbau in Deutschland nach Einschätzung der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute nicht vor 2026 aus dem

Krisenmodus herausfinden und sowohl 2024 (-4,8 %) als auch 2025 (-1,2 %) weiter schrumpfen (vgl. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024, S. 47).

159. Auch für die Gesamtwirtschaft bleiben die Wachstumsperspektiven gedämpft, was die Institute auf strukturelle Anpassungsprozesse zurückführen, die sich aus ihrer Sicht aus der Dekarbonisierung, der Digitalisierung, dem demographischen Wandel und dem stärkeren Wettbewerb mit Unternehmen aus China ergeben. Getragen wird die geringe Erholung aus Sicht der Konjunkturoperen von einem anziehenden privaten Verbrauch, der – so die Erwartung – von kräftigen Zuwächsen der real verfügbaren Einkommen stimuliert wird (vgl. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024, S. 3).
160. Im Euroraum, in dem home24 neben Deutschland in fünf weiteren Ländern präsent ist, stockt die Konjunktur derzeit ebenfalls, da die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern nicht richtig in Schwung kommt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im August trotz des impulsarmen wirtschaftlichen Umfelds zwar auf dem Rekordtief von 6,4 % (vgl. Eurostat, Euroindikatoren, 02.10.2024), wobei aber Frühindikatoren eine gewisse Eintrübung signalisieren (vgl. Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB), European Labour Market Barometer, September 2024). Die Sparquote, die in der Spitze der COVID-19-Pandemie in der Eurozone auf 25,3 % gestiegen war, bevor sie im zweiten Quartal 2022 bis auf 13,1 % zurückging, ist seither wieder auf 15,7 % geklettert. Damit liegt sie gut 3 Prozentpunkte über dem Niveau der Jahre 2016 bis 2019 (vgl. Eurostat, Euroindikatoren, 04.10.2024).
161. Die nachfolgenden beiden Übersichten zeigen die jüngsten Arbeitslosenquoten sowie die Wachstumserwartungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) für die europäischen Länder, in denen home24 präsent ist.

Arbeitslosigkeit	2023	2024			Wachstumsraten	Ist		Prognosen		
	Quoten (%)	Aug.	Juni	Juli		Aug	Reales BIP	2022	2023	2024
Deutschland ¹⁾	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	Deutschland	1,8	-0,2	0,2	1,3
Österreich	5,4	5,2	5,0	5,3	4,8	Österreich ¹⁾	4,8	-0,8	0,3	1,6
Schweiz	4,1	4,2	n.a.	n.a.	2,7	Schweiz ²⁾	2,7	0,8	1,3	1,4
Frankreich	7,4	7,5	7,5	7,5	2,6	Frankreich	2,6	1,1	0,9	1,3
Niederlande	3,6	3,6	3,6	3,7	4,3	Niederlande	4,3	0,1	0,7	1,5
Italien	7,6	6,8	6,8	6,2	4,0	Italien	4,0	0,9	0,7	0,9
Belgien	5,3	0,1	5,4	5,4	3,0	Belgien ³⁾	3,0	1,5	1,2	1,2
EU	6,0	6,0	6,0	5,9	3,7	EU	3,7	0,6	1,2	1,8

1) Den von Eurostat und der Bundesagentur für Agentur ausgewiesenen Quoten liegen unterschiedliche Berechnungsmethoden zugrunde

1) Mai 2024
2) Juni 2024
3) April 2024

Quelle: Eurostat, Euroindikatoren (August 2024); IMF, World Economic Outlook Update, July 2024

Tabelle 3: Arbeitslosenquoten und BIP-Wachstumsraten in europäischen Absatzmärkten der home24

162. Für Deutschland ging der IWF 2024 im Juli noch von einem leichten Wachstum von 0,2 % aus, während anderswo die Prognosen seither nach unten korrigiert wurden. So auch von der Bundesregierung, die nun davon ausgeht, dass die Wirtschaftsleistung im laufenden Jahr preisbereinigt um 0,2 % schrumpfen wird. Zuvor war noch ein Anstieg um 0,3 % erwartet worden. Als Gründe werden neben konjunkturellen Effekten u.a. zunehmende Belastungen infolge des demographischen Wandels sowie einer schwierigeren Wettbewerbssituation angeführt (vgl. BMWK, „Herbstprojektion: Bundesregierung rechnet mit Belebung der Wirtschaft im kommenden Jahr“, Pressemitteilung vom 09.10.2024).
163. home24 ist über Europa hinaus zudem in Brasilien präsent, einem Land mit etwas mehr als 200 Millionen Einwohnern und einem Bruttoinlandsprodukt von pro Kopf etwa 8.000 USD, das damit weniger als 20,0 % des deutschen Niveaus von rund 48.700 USD (Zahlen jeweils aus 2022) erreicht. Die brasilianische Wirtschaft wuchs 2023 um 2,9 % (vgl. Weltbank, Brasilien, letzte Aktualisierung: 05.04.2024). Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet für 2024 eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums auf 2,1 %, gefolgt von einer leichten Beschleunigung auf 2,4 % in 2025 (vgl. IWF, World Economic Outlook, July 2024, S. 5). Etwas optimistischer schätzt die OECD die Entwicklung im laufenden Jahr ein, für das sie von einem Wachstum i.H.v. 2,9 % ausgeht, bevor es sich 2025 auf 2,6 % abschwächt (vgl. OECD Economic Outlook, September 2024, S. 14).
164. Die Weltbank attestiert dem größten Land Südamerikas eine Reihe struktureller Herausforderungen. Dazu zählen ein komplexes Steuersystem, ein wenig unternehmerfreundliches Geschäftsumfeld, geringe Ersparnisse und Infrastrukturinvestitionen sowie eine begrenzte Integration in globale Märkte – Faktoren, die Innovationen bremsen und

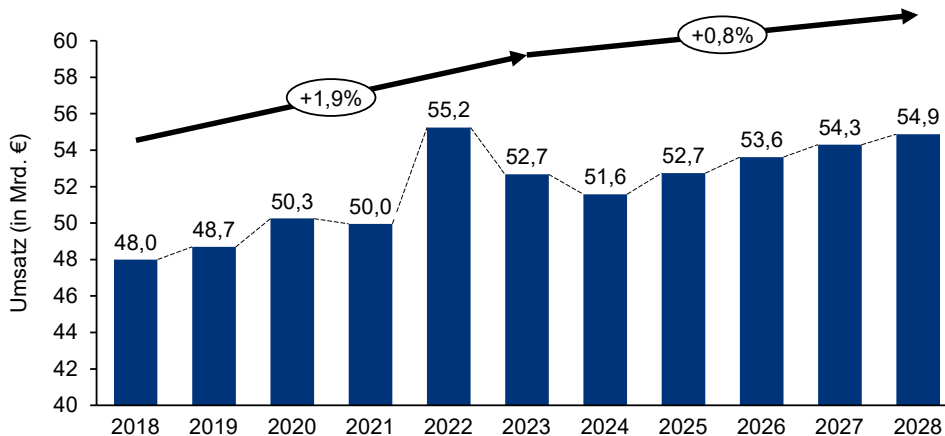
die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen. Mittelfristig prognostiziert die Weltbank für Brasilien ein reales Wachstum von etwa 2,0 % (vgl. Weltbank, ebenda).

165. Die Binnennachfrage und die Konsumausgaben in Brasilien profitieren derzeit von einem angespannten Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum beschleunigte sich im Mai im Vorjahresvergleich auf 2,9%, wodurch die Arbeitslosenquote auf den niedrigsten Stand seit 2014 in Höhe von 6,9 % sank. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich auch in den Löhnen niedergeschlagen. Der durchschnittliche Monatsverdienst lag im Mai um 5,6 % über dem Niveau vor Jahresfrist. Das beschleunigte Lohnwachstum bei geringem Produktivitätswachstum könnte allerdings die Inflation weiter anheizen. Im Juni zog sie zwar vor allem aufgrund von Flutschäden auf 4,2 % an, gleichwohl bewegt sich die erwartete Preissteigerungsrate für die nächsten zwölf Monate bereits bei 6,4 % und damit weit über dem Zielwert der Notenbank von 3,0 %. Dies allein erklärt aber noch nicht den mit 10,5 % weit darüber liegenden Leitzins. Der Notenbank scheinen insbesondere die Fiskalpolitik und die Währungsentwicklung Sorgen zu bereiten (vgl. „Brazil economic outlook, Deloitte Insights, 12.08.2024). Der brasilianische Real hat sich binnen sechs Monaten gegenüber dem EUR und dem USD um rund 10,0 % abgeschwächt, was potentiell die Kosten von Importen verteuert und der Inflation und den Zinsen weiteren Aufschub verleihen könnte.
166. Die skizzierten makroökonomischen Entwicklungen für den Handel im Bereich Home & Living implizieren für Anschaffungen von Möbeln und Wohnaccessoires Folgendes: Während die meisten Bürger ihre Grundbedürfnisse durch entsprechendes Einkommen oder Transferleistungen abdecken können, hängen die darüberhinausgehenden Ausgaben im starken Maße von der Einkommens- und Vermögenssituation der Privathaushalte ab. Die Möbelbranche ist folglich stark von der Konsumfreudigkeit der Verbraucher abhängig und gilt mithin als hochgradig konjunktursensibel (vgl. Udo Kiel und Anja Henke, Branchenanalyse Möbelindustrie, Juni 2018, S. 10).
167. Die für Deutschland dargestellte Konsumzurückhaltung und die krisenhaften Entwicklungen am Bau haben aufgrund der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen spätestens ab 2023 auch die Möbelbranche erreicht, da hohe Energiepreise und Lebenshaltungskosten zu Ausgabeverschiebungen bei den Konsumenten führten. Während 2022 noch ein Umsatzplus von rund 10,0 % verbucht werden konnte, schrumpften die Umsätze mit Haushaltswaren und Einrichtungsgegenständen laut dem Marktforschungsinstitut Euromonitor 2023 trotz erheblicher Preissteigerungen um fast 5 %. 2024 kamen die Folgen der Diskussion über das Heizungsgesetz erschwerend hinzu, die viele Eigenheimbesitzer hinsichtlich der auf sie zukommenden finanziellen Belastungen verunsichert hat. Für das Gesamtjahr 2024 rechnen die Verbände der deutschen Möbelindustrie mittlerweile mit einem Umsatzminus von sieben bis neun Prozent, was nach einem Rückgang von knapp zehn Prozent im ersten Halbjahr (-9,1 % im Inland) die Erwartung einer zumindest leichten saisonalen Nachfragebelebung

beinhaltet. Die rückläufigen Exporte nach Frankreich (-8,7 %), in die Schweiz (-8,3 %) und Österreich (-13,0 %) lassen erahnen, dass die Auslandsmärkte von home24 von einer ähnlichen Nachfrageschwäche geprägt sind. Einen überproportionalen Rückgang von 15,0 % verzeichnete die Sparte sonstige Möbel (darunter Wohn-, Ess- und Schlafzimmere Möbel sowie Möbelteile), deren Anteil am Gesamtumsatz der Branche sich auf rund 30,0 % beläuft (vgl. möbelmarkt.de, VDM-Jahrespressekonferenz, 28.02.2024).

168. Die Branchenexperten von IFH Köln und BBE Handelsberatung rechnen in ihrem Anfang 2024 veröffentlichten „Branchenbericht Möbel“ erst ab 2026 wieder mit einem leichten Marktwachstum (moebelmarkt.de, „Ausgabenverschiebungen belasten die Möbelbranche“, 15.02.2024). In der nachfolgend abgebildeten Umsatzentwicklung von 2018 bis 2028 des Marktforschungsinstituts Euromonitor stellt sich die Entwicklung in 2024 und den Folgejahren etwas positiver dar. Insgesamt wird bis 2028 von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (CAGR) von rd. 0,8 % ausgegangen. Hinter den jeweiligen Prognosen stecken jedoch unterschiedliche Marktdefinitionen, weshalb die beiden Prognosen nicht ohne weiteres miteinander vergleichbar sind. Beiden gemeinsam ist aber die Erwartung einer durchaus verhaltene Branchenentwicklung auf Sicht der nächsten Jahre.

Einzelhandelsumsatz mit Haushaltswaren und Einrichtungsgegenständen in Deutschland

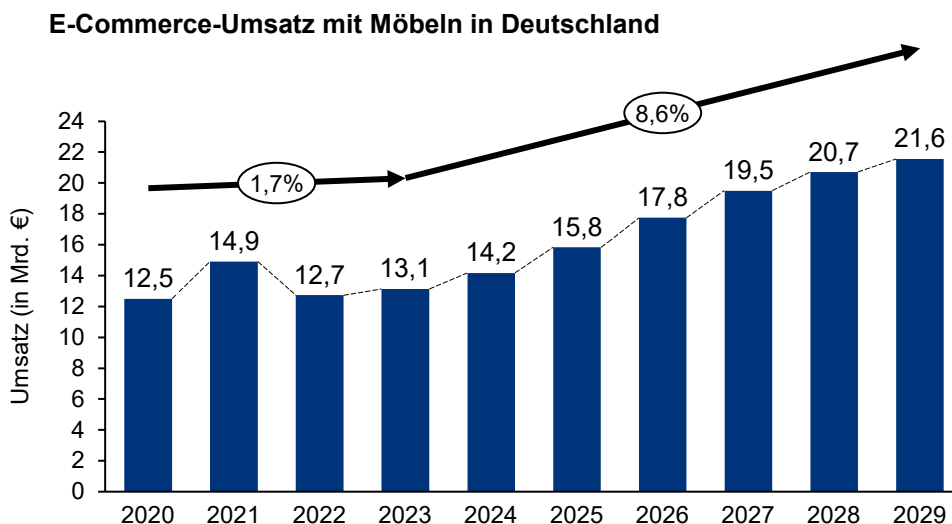


Quelle: Euromonitor, Homewares and Home Furnishings, April 2024; IVA-Analysen

Abbildung 16: Umsätze mit Haushaltswaren und Einrichtungsgegenständen in Deutschland

169. Ein etwas optimistischeres Branchenszenario zeichnet Euromonitor für den westeuropäischen Markt. Hier rechnen die Experten nach einer Umsatzstagnation in 2024 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum bis 2028 von im Schnitt rund 2,3 % (vgl. Euromonitor, Homewares and Home Furnishings, April 2024).

170. Den größten Anteil am deutschen Möbelhandel haben weiterhin die großen Filialisten (38,0 %), gefolgt vom Möbelfachhandel (27,9 %), die den Experten von IFH Köln und BBE Handelsberatung zufolge während der Pandemie ihre Onlineaktivitäten ausgebaut und damit das Wachstum der reinen Versender und Internetanbieter gebremst haben. Dadurch hat der Onlineanteil am Möbelhandel 2023 trotz des kräftigen Umsatzrückgangs in der Branche auf 13,7 % zugenommen. Insgesamt hat das Segment Möbel und Haushaltswaren einen Anteil von rund 10,0 % am E-Commerce-Aufkommen in Deutschland, das von dem auf den E-Commerce-Markt spezialisierten Datenanbieter ECDB für 2024 auf umgerechnet rund 110,0 Mrd. € veranschlagt wird (vgl. ECDB, eCommerce in Germany 2024). Damit rangiert die Möbelbranche gemessen am Online-Umsatzaufkommen an vierter Stelle hinter den Segmenten Mode sowie Hobby & Freizeit, die es auf einen Anteil von jeweils rund 25,0 % bringen, gefolgt von Elektronikartikeln mit rund 21,0 %. Bis 2028 gehen die Experten von ECDB von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum aller Online-Umsätze von 4,6 % auf umgerechnet knapp 132,0 Mrd. € aus (vgl. ECDB, ebenda).
171. Ein überproportionales Wachstum des Möbelsegments im Onlinehandel erwartet die zum Werbendienstleister Ströer gehörende Statistikplattform statista. Demnach könnte der E-Commerce-Markt im deutschen Möbelhandel bis 2029 von 13,1 Mrd. € in 2023 auf 21,6 Mrd. € expandieren (vgl. statista, Umsatz im E-Commerce-Markt für Möbel in Deutschland in den Jahren 2020 bis 2029), was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 8,6 % entsprechen würde.

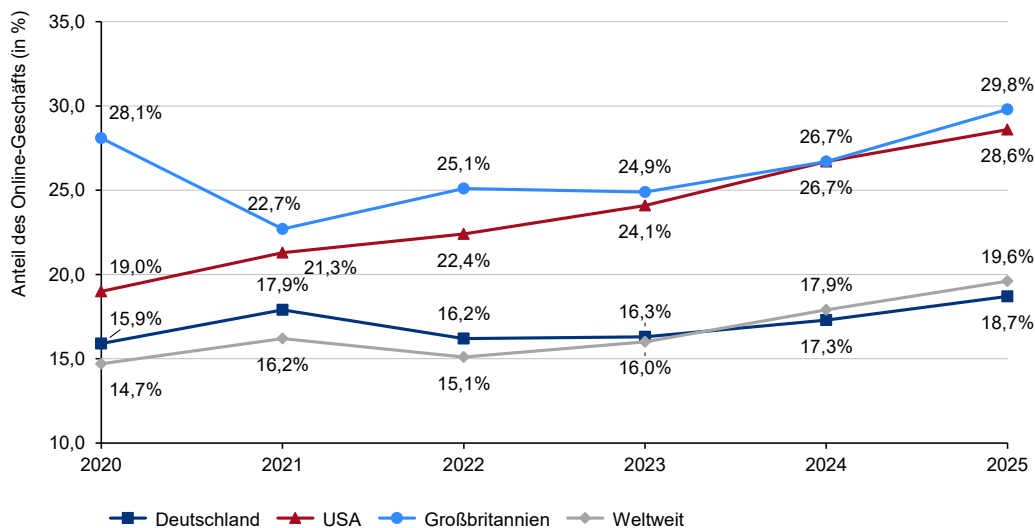


Quelle: statista, Umsatz im E-Commerce-Markt für Möbel in Deutschland bis 2029, September 2024; IVA-Analysen

Abbildung 17: Umsätze im E-Commerce-Markt für Möbel in Deutschland

172. Der Onlineanteil am deutschen Einzelhandel ist mit rund 17,0 % im internationalen Vergleich weiterhin unterdurchschnittlich. Das gilt vor allem in Relation zu Märkten wie den USA oder Großbritannien. Dort ist der Onlineanteil fast zehn Prozentpunkte höher. Diese hohe Diskrepanz könnte ein Indiz dafür sein, dass Deutschland hier noch Aufholpotenzial hat. Eine weitere wichtige Kennzahl für Onlinehändler ist die Add-to-cart Rate, also der Prozentsatz an Besuchern einer Webseite, die einen Artikel in den Warenkorb legen. In Deutschland belief sie sich in 2023 laut ECDB auf 10,3 % (vgl. ECDB, eCommerce in Germany 2024). Vergleichbare Zahlen aus Großbritannien sprechen dafür, dass es auch bei dieser Kennzahl noch Verbesserungsspielraum gibt (vgl. statista, British online add-to-cart rate 2017-2020, 22.02.2022). Die Conversion Rate, also der Anteil derjenigen, die den Besuch einer Webseite tatsächlich mit einem Kauf abschließen, liegt naturgemäß deutlich darunter. Für Deutschland beziffert ECDB sie für 2023 auf 2,9 % (vgl. ECDB, ebenda).

Onlineanteil im Einzelhandel



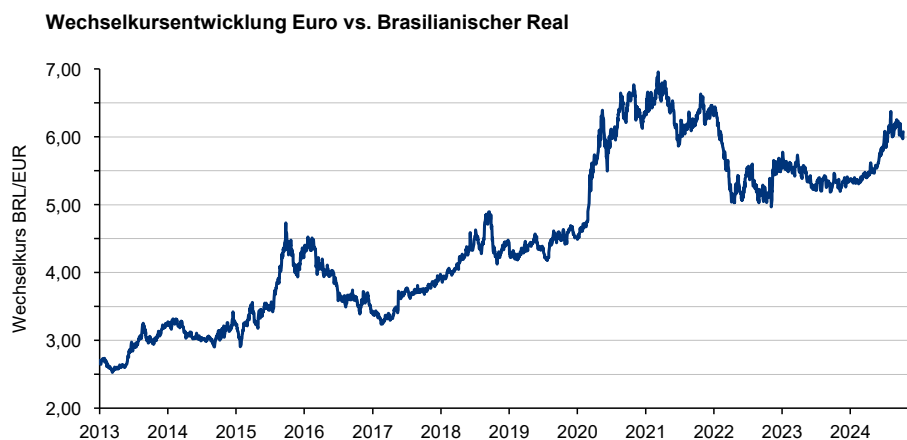
Quelle: ECDB, eCommerce in Germany 2024; IVA-Analysen

Abbildung 18: Onlineanteil am Einzelhandel weltweit und in ausgewählten Ländern

173. Die voranschreitende Digitalisierung des Handels auch in der Möbelindustrie eröffnet dem Online-Geschäft neue Möglichkeiten der Produktpräsentation in Form von Visualisierungstechnologien wie Augmented oder Mixed Reality. Durch sie lassen sich Möbel virtuell in simulierten oder eigenen Räumen platzieren und anschaulich machen. Dies könnte ein potenzieller Umsatztreiber für den Online-Handel sein, da diese Technologien dazu beitragen, das Einkaufserlebnis für den Kunden zu verbessern. Die Branchenplattform Moebel Digit@l zitiert aus einer Studie von Forrester Consulting aus dem Jahr 2023, wonach bereits 56 % der Möbelhersteller 3D-Visualisierungen einsetzen, um Bilder automatisch zu erstellen

oder anzupassen. Nicht nur Onlinehändler bedienen sich dieser Möglichkeiten, sondern auch stationäre Einzelhändler haben damit begonnen, interaktive 3D-Elemente in ihre Produktpräsentation zu integrieren. (Moebel Digit@l, „Der Handel im digitalen Zeitalter: Wie 3D-Commerce die Möbelbranche verändert“, 30. April 2024).

174. Der brasilianische Markt für Haushaltswaren und Einrichtungsgegenstände erreichte im Jahr 2023 ein Volumen von umgerechnet 14,9 Mrd. €. Im Zeitraum 2018 bis 2023 betrug das Wachstum in Lokalwährung rund 4,0 %, das aber durch den Wertverlust des brasilianischen Reals in Euro ausgedrückt gänzlich aufgezehrt wurde. Auf Eurobasis ist der Markt für Haushaltswaren und Einrichtungsgegenstände in Brasilien in diesem Zeitraum sogar von 15,3 Mrd. € auf 14,9 Mrd. € geschrumpft (vgl. Euromonitor, Homewares and Home Furnishings, April 2024).
175. Obwohl Brasilien mehr als doppelt so viele Einwohner wie Deutschland zählt, ist der brasilianische Markt im Bereich Home & Living umsatzmäßig weitaus kleiner als der deutsche Markt. Dies könnte auf einen geringeren Marktsättigungsgrad in Brasilien zurückzuführen sein, was einer der Gründe dafür sein dürfte, dass die von Euromonitor für den Zeitraum 2024 bis 2028 erwartete durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den brasilianischen Markt mit knapp 7,0 % weit höher ausfällt als die entsprechende Zuwachsrate für Deutschland, die bei nur rund 1,0 % liegt (vgl. Euromonitor, Homewares and Home Furnishings, April 2024). Hierbei handelt es sich allerdings um die Wachstumsrate in Lokalwährung. Je nach Wechselkursentwicklung kann das Wachstum in Euro gerechnet höher oder niedriger ausfallen. Langfristig betrachtet ist der brasilianische Real eher eine Schwach- als eine Hartwährung (s. Chart). Dies mag erklären, warum statista für den Zeitraum 2024 bis 2029 auf USD-Basis ein niedrigeres durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 4,2 % prognostiziert (vgl. statista, Revenue in the furniture market in Brazil 2019-2029, 06.05.2024).



Quelle: Europäische Zentralbank; IVA-Analysen

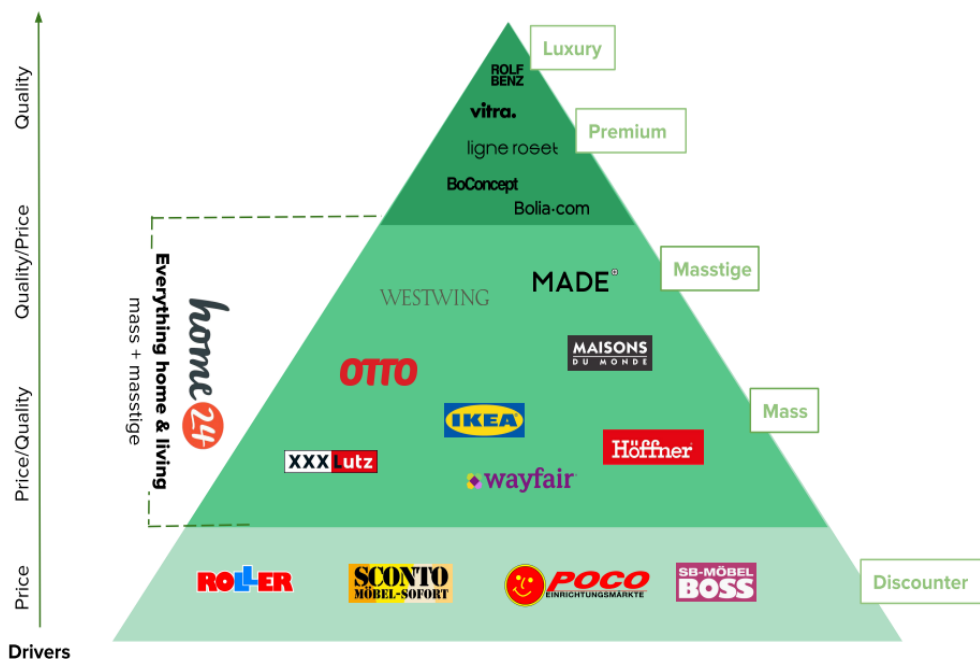
Abbildung 19: Wechselkursentwicklung Euro gegenüber brasilianischem Real seit 2013

176. Die E-Commerce-Umsätze im Bereich Home & Living haben in Brasilien mit 10,9 % einen ähnlich hohen Anteil am E-Commerce-Gesamtmarkt wie in Deutschland. Für sie sagt der E-Commerce-Spezialist ECDB bis 2028 auf USD-Basis eine überdurchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 9,3 % voraus (vgl. ECDB, „eCommerce revenue development in the Furniture & Homeware market in Brazil“, abgerufen am 07.10.2024).
177. Betrachtet man die längerfristigen Perspektiven des Einzelhandels in Brasilien, könnte der Markt von der Altersstruktur seiner Bevölkerung profitieren. Laut einer Studie der Hans-Böckler-Stiftung zeigt die Vergangenheit, dass der Konsum älterer Bevölkerungsschichten nachlässt (vgl. Udo Kiel und Anja Henke, Branchenanalyse Möbelindustrie, Juni 2018, S. 23). Während das Durchschnittsalter in Deutschland 2023 bei 44,6 Jahren lag, belief sich der entsprechende Wert für Brasilien auf lediglich 33,9 Jahre (vgl. statista, Brasilien: Durchschnittsalter der Bevölkerung von 1959 bis 2023, Juli 2023, und Durchschnittsalter der Bevölkerung in Deutschland von 2011 bis 2023).

b) Wettbewerbsumfeld

178. Der Möbele Einzelhandel in den von home24 bedienten Märkten verteilt sich auf den stationären Handel sowie den Versandhandel, der sich inzwischen weitgehend ins Internet verlagert hat. Um eine möglichst große Käufergruppe anzusprechen, hat sich das Unternehmen preislich unterhalb der Premium- und Luxusanbieter, aber oberhalb der Discounter im mittleren Preissegment angesiedelt, einem von hohen Stückzahlen geprägten Massenmarkt. Verbraucherseitig ist in diesem Marktsegment nicht allein der Preis oder die Qualität für die Kaufentscheidung ausschlaggebend, sondern das aus Käufersicht richtige Preis-Leistungsverhältnis. home24 unterscheidet sein aus Eigen- und Fremdmarken bestehendes Sortiment ferner zwischen reiner Massenware und Masstige, worunter prestigeträchtige, aber bezahlbare Marken für die Massen gemeint sind.

Marktsegmente im Möbele Einzelhandel



Quelle: home24, Unternehmenspräsentation 2022

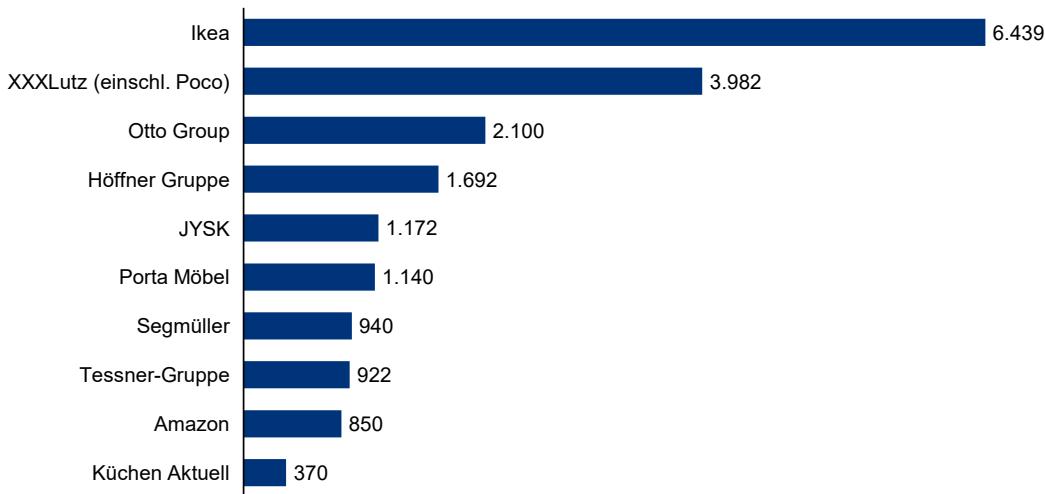
Abbildung 20: Marktpositionierung von home24 im Möbele Einzelhandel

179. Nicht zuletzt aufgrund seiner Vielseitigkeit hinsichtlich Produktsortiment und alternativer Vertriebskanäle ist der Online-Markt für Möbel und Wohnaccessoires zudem sehr wettbewerbsintensiv. Zu den Wettbewerbern von home24 zählen neben weiteren Online-Händlern und -Marktplätzen u.a. Möbelgeschäfte, Fachhändler, Warenhäuser sowie große

Einzelhandelsketten. Als Erfolgsfaktoren im Online-Geschäft gelten ein umfangreiches Angebot, überzeugende Webauftritte, eine gute Produktvermarktung, eine einfache Produktsuche, preisliche Wettbewerbsfähigkeit, Nutzerfreundlichkeit, Zuverlässigkeit sowie eine reibungslose Auftragsabwicklung und ein guter Kundenservice (vgl. Wayfair, Form 10-K 2023, S. 11).

180. Als weiterer Schlüssel zum Erfolg wird zunehmend auch die Kombination aus Offline- und Online-Präsenz gesehen. Während viele der größeren stationären Einzelhändler einen Online-Auftritt schon seit langem als zusätzlichen Vertriebskanal etabliert haben, geht die Entwicklung inzwischen zunehmend auch in die andere Richtung. Diese Ansicht vertritt zumindest der US-Onlinehändler Wayfair und stützt sich dabei auf die Erfahrungen anderer, ‚reiferer‘ Marktsegmente wie Elektronik oder Bürobedarf, in denen sich das Verhältnis Online-zu-Offline jeweils hälftig aufteilt (vgl. Wayfair, Geschäftsbericht 2023, S. 5). Auch home24 unterhält in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München, Stuttgart sowie in Wien und Zürich eigene Showrooms. Darüber betreibt das Unternehmen Outlets in Berlin, Hannover, Neu-Ulm und in Köln.
181. Der deutsche Möbeleinzelhandel ist von einer Handvoll sehr großer und einer Vielzahl kleinerer Anbieter geprägt. Unbestrittene Nummer 1 im deutschen Markt ist Ikea. In Deutschland bringt es die größte Haushaltsmöbelmarke der Welt auf einen Marktanteil von 18,8 % (2023). Es folgt die in Österreich beheimatete XXXLutz mit 11,6 % (einschließlich der 2018 übernommenen Poco). Beides sind stationäre Händler, die ihr Sortiment auch über das Internet vermarkten und sich – im Fall von Ikea – inmitten einer Transformation in eine Omnichannel-Realität sehen (vgl. Inter Ikea Holding, Geschäftsbericht 2023, S.7). Bei der Nummer 3 im deutschen Markt handelt es sich mit der Otto Group bereits um ein Unternehmen, bei dem im Segment Händler der Onlineanteil am Umsatz mit 81,0 % weit überwiegt (vgl. Otto Group, Geschäftsbericht 2023/24; S. 63). home24 verfehlte 2023 mit Rang elf die Top 10 nur knapp (vgl. statista, Marktanteil der größten Unternehmen im Möbelhandel in Deutschland im Jahr 2023).

Top Ten der Möbelhändler in Deutschland nach Umsatzerlösen im Jahr 2023 (in Mio. €)



Quelle: statista; IVA-Analysen

Abbildung 21: Größte Unternehmen im Möbelhandel in Deutschland nach Umsatz im Jahr 2023

182. Bezogen auf den reinen E-Commerce-Handel im deutschen Möbelmarkt wird die Rangliste in Deutschland ebenfalls von Ikea angeführt. Unmittelbar dahinter, allerdings mit deutlichem Abstand beim Umsatz, kommen XXXLutz und home24. Wie stark auch hier der Marktanteil von Ikea ist, zeigt sich daran, dass es die folgenden fünf größten Online-Möbelhändler in der Summe lediglich auf rund zwei Drittel des Umsatzes von Ikea bringen.
183. Unter den reinen Online-Möbelhändlern in Deutschland führt home24 mit einem Umsatz von rund 351,7 Mio. € das Ranking an, gefolgt von der ebenfalls in Deutschland ansässigen Westwing, die sich eher als Premiummarke versteht und mit einem Erlösaufkommen von 156,0 Mio. € in ihrem Heimatmarkt deutlich kleiner ist. Allerdings ist Westwing noch in weiteren zehn europäischen Ländern präsent und erwirtschaftete 2023 einen Umsatz von insgesamt 429 Mio. € (vgl. Westwing, Geschäftsbericht 2023, S. 44). Auf europäischer Ebene wären noch Maisons du Monde aus Frankreich zu erwähnen, die 2023 rund ein Viertel ihres mit Möbeln und Einrichtungsgegenständen erzielten Umsatzes i.H.v. 1,1 Mrd. € im Onlinehandel erwirtschafteten. Keine länderspezifischen Umsatzzahlen liegen dagegen für das aus den USA stammende Unternehmen Wayfair vor. Dem jüngsten Geschäftsbericht ist lediglich zu entnehmen, dass vom Gesamtumsatzsatz von rund 12,0 Mrd. USD auf die internationalen Märkte (vornehmlich Westeuropa) 1,5 Mrd. USD entfielen.
184. Es gibt aber auch E-Commerce-Unternehmen mit Schwerpunkt Möbel und Wohnaccessoires, die im Wettbewerb nicht bestehen konnten, wie etwa die britische Made.com, die erst 2021 in die London an die Börse gegangen war, aber bereits gut ein Jahr später Insolvenz anmeldete.

185. Abzuwarten bleibt der Einfluss chinesischer Plattformen auf den Möbel-Onlinehandel. Sie bereiten Händlern in anderen Marktsegmenten Probleme, die bei einem bedeutenden Teil der dort bestellten Waren die Nicht-Einhaltung europäischer Handels- und Einfuhrrichtlinien beklagen (vgl. ibi research und HDE, „Drittstaatenhändler: Einfluss auf den deutschen Handel und politische Forderungen“, 12.09.2024).
186. In Brasilien ist die home24 Tochtergesellschaft Mobly mit der in 2023 verkündeten Übernahme der finanziell angeschlagenen Tok&Stok zu einem der Hauptakteure im Online-Möbelmarkt aufgestiegen (vgl. The Rio Times, „Mobly Shareholders Approve Capital Boost for Tok&Stok Acquisition“, 23.09.2024). Mit der Akquisition erhöht Mobly vor allem seine Präsenz im stationären Handel, die damit von rund 20 Standorten auf etwa 70 Ladengeschäfte steigt (vgl. SiiLA, Merger between Mobly and Tok&Stok, 18.09.2023). Damit folgt Mobly dem Beispiel anderer führender Onlinehändler mit Möbelsortiment, die schon seit längerem eine Omnichannel-Strategie¹⁵ verfolgen. Hervorzuheben sind hier insbesondere der breit aufgestellte Einzelhändler Magazine Luiza, der laut ECDB als Marktführer im Onlinemarkt für Möbel und Wohnaccessoires gilt, und die direkt dahinter rangierende Einzelhandelskette Casas Bahia (vgl. EDCB, Top eCommerce stores in the Brazilian Furniture & Homeware market, abgerufen am 15.10.2024).
187. Im Rahmen unserer Peer Group Analyse für Zwecke der Ermittlung der Kapitalkosten haben wir sechs börsennotierte Vergleichsunternehmen identifiziert. Der Prozess der Identifizierung potenzieller Vergleichsunternehmen sowie die Auswahlkriterien für die Bestimmung der angesetzten Peer Group werden im Abschnitt D.IV.6.c)bb) dargelegt. Bei den identifizierten Unternehmen handelt es sich um Online-Retailer im Home & Living-Sektor. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen zum Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Stattdessen sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens weitgehend einem übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.

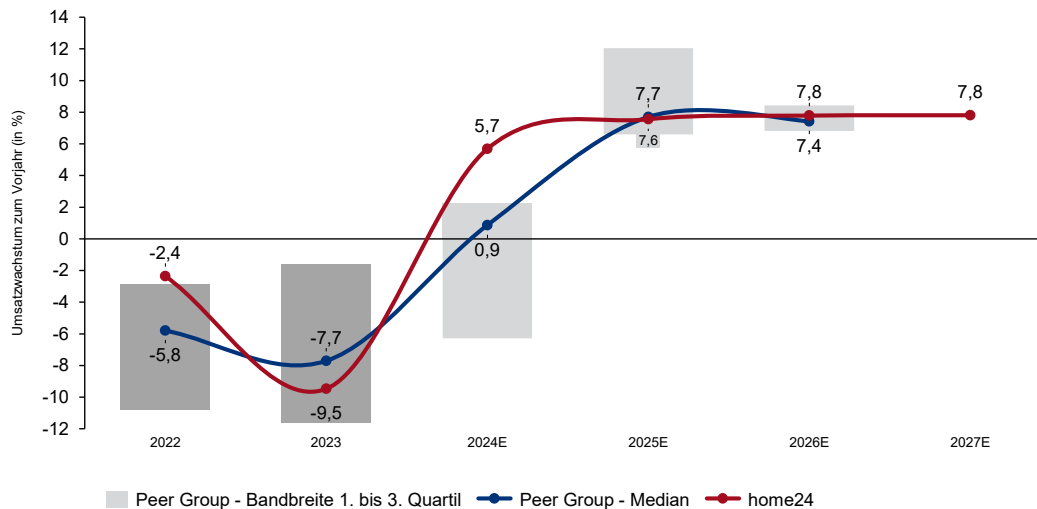
¹⁵ Der Begriff Omnichannel beschreibt eine Geschäftsstrategie, die darauf abzielt, Kunden ein nahtloses und konsistentes Erlebnis über alle Kommunikations- und Verkaufskanäle hinweg zu bieten. Das bedeutet, dass Kunden problemlos zwischen verschiedenen Kanälen wie Ladengeschäften, Onlineshops, mobilen Apps und Social Media wechseln können, ohne dass Informationen verloren gehen oder die Nutzererfahrung beeinträchtigt wird.

188. Im Folgenden werden die von uns identifizierten börsennotierten Vergleichsunternehmen dargestellt.
189. Die **BHG Group AB, Malmö/Schweden**, ist ein führendes E-Commerce-Unternehmen, das sich auf den Verkauf von Wohnmöbeln und Heimwerker-Produkten spezialisiert hat. Die Geschäftstätigkeit des Unternehmens teilt sich in drei Hauptsegmente. Im Segment „Home Improvement“ werden über die Marken Bygghemma und Taloon Produkte für den Bau, die Renovierung sowie die Gartenpflege vertrieben. Unter dem „Value Home“-Segment werden preiswerte Möbel und Wohnaccessoires über die Marken Trademax und Chilli vertrieben. Das „Premium Living“-Segment umfasst den Verkauf von hochpreisigen Designermöbeln und Inneneinrichtungsgegenständen, die über die Marken Nordic Nest und Svenssons vertrieben werden. Vertriebstechnisch dominiert der Verkauf über die firmeneigenen E-Commerce-Plattformen, das Unternehmen betreibt zusätzlich jedoch auch einige Showrooms. Das Unternehmen ist in mehreren europäischen Ländern aktiv, darunter insbesondere in Schweden, Finnland, Dänemark und Norwegen. Zum 31. Dezember 2023 wurden 1.810 Mitarbeiter beschäftigt, die Umsatzerlöse lagen im selben Geschäftsjahr bei rd. 1.061 Mio. €.
190. **Mobly S.A., São Paulo/Brasilien**, ist die brasilianische Tochtergesellschaft der home24. Mobly ist ein führender Anbieter im brasilianischen Home & Living-Markt, spezialisiert auf den Online-Verkauf von Möbeln, Dekorationsartikeln und Haushaltswaren. Der Vertrieb erfolgt dabei über die eigene Webseite sowie über externe Plattformen von Anbietern wie Amazon oder MercadoLibre. Zusätzlich zur Online-Präsenz betreibt das Unternehmen seit 2019 stationäre Geschäfte, darunter sog. „Megastores“, Outlets und Franchise-Filialen, überwiegend im Bundesstaat São Paulo. Das Unternehmen betreibt ein Logistiknetzwerk mit fünf Distributionszentren, über das neben eigenen Warenlieferungen auch Logistikdienstleistungen für Drittanbieter im Home & Living-Sektor angeboten werden. Im Geschäftsjahr 2023 wurden Umsatzerlöse von rd. 103 Mio. € erwirtschaftet.
191. **Vente-Unique.com SA, Le Pré-Saint-Gervais/Frankreich**, ist ein 2005 gegründeter „pure-player“ im E-Commerce von Möbeln und Wohnaccessoires. Über die firmeneigene Plattform werden neben einem eigenen Sortiment von rd. 10.000 Artikeln weitere rd. 800.000 Artikel von Drittanbietern über die integrierte Marktplatz-Funktion vertrieben. Die Produktpalette umfasst dabei unter anderem Sofas, Sessel, Esszimmer- und Wohnzimmermöbel, Schlafzimmer- und Büromöbel, sowie Garten- und Heimwerkerprodukte. Die Vente-Unique ist in mehreren Ländern in ganz Europa tätig, wobei Frankreich den Hauptabsatzmarkt darstellt. Zum 30. September 2023 beschäftigte das Unternehmen 351 Mitarbeiter. Die Umsatzerlöse desselben Geschäftsjahres lagen bei rd. 162 Mio. €.
192. **Wayfair Inc., Boston, Massachusetts/USA**, ist ein führendes E-Commerce-Unternehmen, das sich auf den Verkauf von Möbeln und Wohnaccessoires spezialisiert hat. Das

Unternehmen bietet etwa 30 Millionen Produkte an, darunter Möbel, Dekorationsartikel, Haushaltswaren und Heimwerkerprodukte. Diese Produkte werden über verschiedene Online-Plattformen wie Wayfair, Joss & Main, AllModern, Birch Lane, Perigold und Wayfair Professional verkauft. Neben den Hausmarken Three Posts und Mercury Row werden Produkte von rd. 22 Millionen Drittanbietern angeboten. Hauptabsatzmarkt des Unternehmens sind die USA, über die Wayfair-Plattform ist das Unternehmen darüber hinaus in Kanada, dem Vereinigten Königreich, Irland und Deutschland tätig. Zum 31. Dezember 2023 wurden 12.800 Mitarbeiter beschäftigt, während Umsatzerlöse von rd. 10.859 Mio. € erzielt wurden.

193. **Westwing Comércio Varejista S.A, São Paulo/Brasilien**, wurde 2011 als Tochtergesellschaft der Westwing Group SE gegründet. Das Unternehmen ist in Brasilien im Einzelhandel mit Möbeln, Dekorationsartikeln, Heimtextilien sowie Kleidung und Accessoires tätig. Die Produktpalette umfasst unter anderem Sofas, Betten, Stühle, Schreibtische, Regale, Kissen, Teppiche, Tapeten, Lampen, Küchenutensilien sowie Kleidung, Kosmetika und Kinderprodukte. Der Verkauf erfolgt dabei hauptsächlich über eine E-Commerce-Plattform, zusätzlich werden drei physische Geschäfte in São Paulo betrieben. Das Logistiknetzwerk des Unternehmens umfasst vier Logistik-Hubs sowie ein Vertriebszentrum in Jundiaí in der Nähe von São Paulo. Im Jahr 2018 erfolgte die Abspaltung vom Konzern der Westwing Group SE. Im Geschäftsjahr 2023 konnte das Unternehmen Umsatzerlöse von rd. 37 Mio. € erwirtschaften.
194. Die **Westwing Group SE, München**, ist ein E-Commerce-Anbieter für Home & Living-Produkte in Europa. Zur Produktpalette zählen Textilien, Möbel, Lampen, Küchenzubehör sowie Dekorationsartikel. Das Sortiment setzt sich aus Eigenmarkenprodukten der Marke „Westwing Collection“ und Premium-Marken von Drittanbietern zusammen. Zentrale Marketing- und Vertriebsstrategie ist die Inspiration von Kunden durch Bereitstellen eines täglichen Interior-Magazins, das neueste Trends und Produkte in möglichst stilvoller und ansprechender Weise präsentieren soll. Der Online-Shop stellt dabei den Hauptvertriebskanal dar, zusätzlich werden zwei physische Geschäfte in Deutschland betrieben. Über den Online-Vertrieb ist Westwing in elf europäischen Ländern tätig, darunter neben den Kernmärkten Deutschland, Österreich und Schweiz auch Belgien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Polen, Slowakei, Spanien und Tschechien. Zum 31. Dezember 2023 wurden 1.614 Mitarbeiter beschäftigt, die Umsatzerlöse lagen im selben Geschäftsjahr bei rd. 429 Mio. €.
195. Zur Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur home24 SE haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der home24 SE gegenübergestellt. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen Wachstumsraten der Umsatzerlöse für die Vergleichsunternehmen und die home24 SE. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen

ermittelten Prognosewerte der Umsatzwachstumsraten der Vergleichsunternehmen sowie die Planwerte der home24 SE.

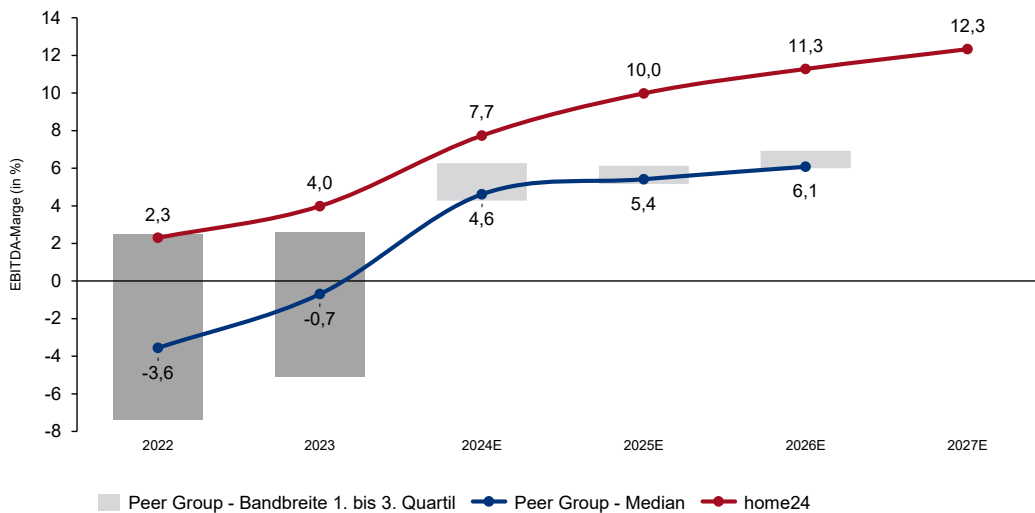


Quelle: home24 SE; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 22: Entwicklung des Umsatzwachstums der home24-Gruppe und der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer Group für die Jahre 2022 bis 2027

196. Die home24-Gruppe hat in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 Umsatzminderungen um 2,4 % bzw. 9,5 % verzeichnet. Dies begründet sich unter anderem aus dem hohen Umsatzniveau im ersten Pandemiejahr 2021, dessen umsatzsteigernder Effekt in den Folgejahren abflachte. Darüber hinaus ist anzumerken, dass die dargestellten Umsatzerlöse die im Jahre 2022 übernommene Butlers-Gruppe berücksichtigen. Ohne die Umsatzerlöse der Butlers-Gruppe würde der Umsatzrückgang im Jahr 2022 stärker ausfallen. Ebenso würde der Umsatzrückgang in 2023 ohne den Ganzjahreseffekt der Konsolidierung der Butlers-Gruppe stärker ausfallen und damit deutlich unter dem Marktdurchschnitt liegen. Für den Planungszeitraum wird eine positive Trendwende mit einer Umsatzsteigerung von zunächst 5,7 % im Jahr 2024 erwartet. Bis zum Geschäftsjahr 2027 soll die Wachstumsrate auf ein Niveau von 7,8 % steigen. Das Umsatzwachstum der Vergleichsunternehmen lag im Jahr 2022 im Median bei rd. -5,8 %. Aus dem ersten und dritten Quartil der Branchenwerte ergibt sich dabei eine Bandbreite von -10,8 % bis -2,9 %. Im folgenden Jahr sank das Umsatzwachstum im Median auf -7,7 %. Für das erste Prognosejahr werden für die Wettbewerber deutlich niedrigere Wachstumsraten erwartet. Die Bandbreite des ersten und dritten Quartils reicht von -6,3 bis 2,2 %, wobei der Median bei 0,9 % liegt. Im weiteren Prognosezeitraum liegen die Analystenerwartungen für die Branche auf einem vergleichbaren Niveau zur home24-Gruppe, wobei der Median des Umsatzwachstums im Geschäftsjahr 2026 bei 7,4 % liegt.

197. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBITDA-Margen für die Vergleichsunternehmen und die home24 SE. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen sowie die Planwerte der home24 SE.

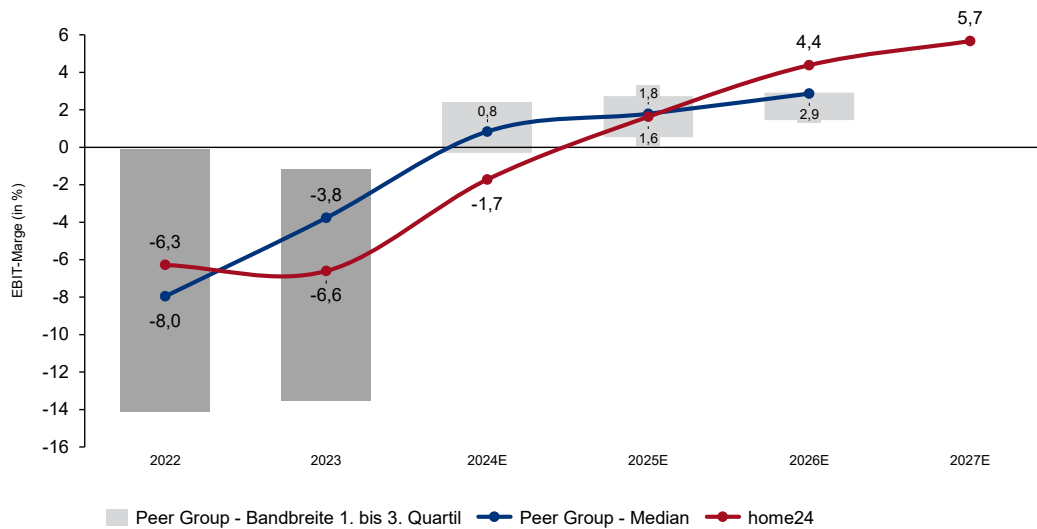


Quelle: home24 SE; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 23: Entwicklung der EBITDA-Marge der home24-Gruppe und der Bandbreite der EBITDA-Marge der Peer Group für die Jahre 2022 bis 2027

198. Der Median der EBITDA-Marge der Vergleichsunternehmen verzeichnete in den letzten beiden Geschäftsjahren einen Anstieg. Die Marge hat sich dabei ausgehend von einem Niveau von -3,6 % im Jahr 2022 um rd. 2,9 Prozentpunkte auf -0,7 % im Jahr 2023 erhöht. Die Marge der home24-Gruppe zeigt im selben Zeitraum eine ähnliche Entwicklung und stieg von 2,3 % im Geschäftsjahr 2022 auf 4,0 % im Geschäftsjahr 2023. Für die Prognosejahre werden von Analysten steigende EBITDA-Margen für die Vergleichsunternehmen erwartet. Im Median liegt die prognostizierte EBITDA-Marge der Wettbewerber zum Geschäftsjahres 2026 bei 6,1 %. Die home24 SE geht ebenfalls von einer positiven künftigen Entwicklung aus. Die EBITDA-Marge soll dabei kontinuierlich ansteigen, über 7,7 % im Jahr 2024, auf 10,0 % im Jahr 2025 und 11,3 % im Jahr 2026. Im Jahr 2027 soll die EBITDA-Marge des Bewertungsobjekts bei 12,3 % liegen. Die geplante EBITDA-Marge der home24-Gruppe liegt damit deutlich über dem erwarteten Branchenniveau.

199. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBIT-Margen für die Peer Group und die home24 SE. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBIT-Margen der Peer Group.



Quelle: home24 SE; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 24: Entwicklung der EBIT-Marge der home24 SE und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2022 bis 2027

200. Aus der Abbildung geht hervor, dass die EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen in den letzten beiden Jahren im Median deutlich gestiegen sind, jedoch immer noch im negativen Bereich lagen. Im Geschäftsjahr 2022 betrug der Median der Margen -8,0 %, im Folgejahr -3,8 %. Die Bandbreite zwischen erstem und drittem Quartil hat sich dabei nur leicht verkleinert, von -14,1 % bis -0,1 % im Jahr 2022 auf -13,5 % bis -1,2 % im Jahr 2023. Die EBIT-Marge der home24-Gruppe verschlechterte sich im selben Zeitraum leicht von -6,3 % (2022) auf -6,6 % (2023) und lag damit zuletzt unter dem Median-Niveau der Vergleichsunternehmen. Im Prognosezeitraum wird für den Median der EBIT-Margen der Wettbewerber ein kontinuierlicher Anstieg erwartet. Zum Jahr 2024 soll der Wert auf 0,8 % anwachsen, bis zum Jahr 2026 um weitere 2,1 Prozentpunkte auf 2,9 %. Die home24-Gruppe erwartet für die Prognosejahre ebenfalls eine positive Trendwende mit steigender Margenentwicklung. Über ein zunächst noch negatives Niveau von -1,7 % im Jahr 2024 soll die Marge auf 1,6 % im Jahr 2025 und somit auf ein ähnliches Niveau wie das der Vergleichsunternehmen anwachsen. Zum Jahr 2026 wird dann mit 4,4 % eine EBIT-Marge geplant, die über dem Median der Branchenmargen liegt. Im Jahr 2027 weist die home24-Gruppe eine EBIT-Marge i.H.v. 5,7 % auf, die deutlich über den langjährigen Medianen der EBIT-Margen der Wettbewerber liegt.

II. Bewertungstichtag

201. Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Als Bewertungstichtag wurde der 13. Dezember 2024 zugrunde gelegt. An diesem Tag soll die außerordentliche Hauptversammlung der home24 SE über den Beschlussvorschlag zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin entscheiden.
202. Als technischer Bewertungstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 1. Januar 2024 gewählt. Dementsprechend wurden die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend mit dem maßgeblichen Kapitalisierungssatz auf den 13. Dezember 2024 aufgezinst.
203. Den von der Bewertungsgutachterin festgelegten Bewertungstichtag und die entsprechende Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts halten wir für sachgerecht.

III. Analyse des Börsenkurses

204. Die Entwicklung des Börsenkurses der home24 SE-Aktie wurde maßgeblich durch den am 5. Oktober 2022 erfolgten Abschluss eines Business Combination Agreements (kurz: „BCA“) mit der XXXLutz beeinflusst. Dabei sah das BCA ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien der home24 SE von 7,50 € je Aktie vor. Die (erweiterte) Annahmefrist endete am 28. Dezember 2022.
205. Die Aktien der home24 SE waren bis zu Ihrem Delisting mit Ablauf des 14. September 2023 unter der ISIN DE000A14KEB5 zum Handel an verschiedenen Handelsplätzen im regulierten Markt (General Standard) zugelassen. Der Handel erfolgte an den Wertpapierbörsen XETRA, Frankfurt am Main, Hannover und Hamburg. Nach dem Delisting mit Ablauf des 14. September 2023, dem ein Delisting-Erwerbsangebot vom 28. Juni 2023 für 7,50 € je Aktie voranging, wurde der Handel im regulierten Markt eingestellt. Allerdings werden die Aktien der home24 SE weiterhin ohne Zutun der Gesellschaft in den Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen. Eine Bewertung der home24 SE auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung ist daher grundsätzlich möglich.
206. Die RAS Beteiligungs GmbH hat dem Vorstand der home24 SE mit Schreiben vom 20. August 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der home24 SE gegen eine angemessene Barabfindung auf die RAS Beteiligungs GmbH nach §§ 327a AktG durchzuführen (sog. Squeeze Out). Am 22. Oktober 2024 informierte die home24 SE die Öffentlichkeit per Pressemitteilung über die Absicht der RAS Beteiligungs GmbH, einen Squeeze Out anzustreben.
207. Der **BGH** hat mit seinem Beschluss vom 21. Februar 2023¹⁶ bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Mit Beschluss vom 31. Januar 2024 bestätigt er seine Börsenkursrechtsprechung aus dem Vorjahr und konstatiert im Tenor erneut, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs ist (vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 18).¹⁷
208. Der Börsenkurs wird vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rechtsprechung des

¹⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.2.2023 – II ZB 12/21.

¹⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.1.2024 – II ZB 5/22.

Bundesverfassungsgerichts gibt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

209. Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet insofern aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktengage vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen einer Marktengage können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen und ein geringer Streubesitz der Aktien sein. Auch sind Börsenkurse dann eingeschränkt aussagekräftig, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.
210. Nachfolgend werden die vom BGH mit Beschluss vom 31. Januar 2024 genannten Indikatoren zur Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses anhand der folgenden Punkte für die home24 SE analysiert:
- a) Marktengage und Markttiefe,
 - b) Weitere Liquiditätskennzahlen,
 - c) Kursausschläge oder Kursmanipulationen,
 - d) Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten
211. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“, vgl. AG 2010, S. 629) ist bei einer Relevanz des Börsenkurses auf einen dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme abzustellen. Am 22. Oktober 2024 informierte die home24 SE die Öffentlichkeit per Pressemitteilung über die Absicht der RAS Beteiligungs GmbH, einen Squeeze Out anzustreben. Der Referenzzeitraum für unsere Analysen ist demnach vom 22. Juli 2024 bis einschließlich 21. Oktober 2024.

1. Marktenge und Markttiefe

212. Im Hinblick auf die Beurteilung der Marktenge bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme gibt es in der Literatur und in der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen. Hinsichtlich der Kriterien, die für die Beurteilung einer Marktenge herangezogen werden können, wurden in der Literatur (vgl. insb. Wilm, NZG 2000, S. 238) Versuche unternommen, den unbestimmten Begriff der Marktenge zu objektivieren. Hierbei wurden insbesondere folgende Kriterien entwickelt:
- Anzahl der handelbaren Aktien,
 - Anteil des Börsenumsatzes im Verhältnis zum Streubesitz und
 - Anzahl der tatsächlichen Handelstage.
213. Der BGH hat „schematisierenden Betrachtungen“ in seiner Begründung zum Beschluss vom 12. März 2001 eine Absage erteilt (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, vgl. AG 2001, S. 417).
214. Weiter konkretisiert wird die sog. Marktenge aber durch § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn
- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden **und**
 - mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.
215. In der folgenden Tabelle sind die Informationen zu Handelsvolumina sowie den korrespondierenden Aktienkursen (Schlusskurse) an den oben genannten Handelsplätzen vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024 dargestellt. Die Tabelle enthält die in dem Zeitraum tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen. An den in der Tabelle nicht aufgeführten Tagen war kein Handel der Aktien zu verzeichnen.

Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- Abweichung	Handelsvolumen €	Handelsvolumen Stück
22.07.2024	5,14		1.110	216
23.07.2024	5,14	0,0%	514	100
26.07.2024	5,14	0,0%	6.003	1.170
29.07.2024	5,12	-0,4%	1.376	268
30.07.2024	5,20	1,6%	19.757	3.823
31.07.2024	5,14	-1,2%	796	155
01.08.2024	5,10	-0,8%	3.116	611
02.08.2024	5,12	0,4%	3.437	670
06.08.2024	5,30	3,5%	6.662	1.257
07.08.2024	5,20	-1,9%	2.309	444
08.08.2024	5,20	0,0%	260	50
09.08.2024	5,20	0,0%	780	150
14.08.2024	5,10	-1,9%	1.020	200
15.08.2024	5,10	0,0%	2.295	450
16.08.2024	5,00	-2,0%	15.310	3.002
19.08.2024	5,00	0,0%	1.923	381
20.08.2024	5,00	0,0%	3.450	689
21.08.2024	4,90	-2,0%	3.230	658
22.08.2024	4,95	1,0%	3.962	800
23.08.2024	5,00	1,0%	11.410	2.202
26.08.2024	5,10	2,0%	26	5
27.08.2024	4,91	-3,7%	437	88
28.08.2024	5,12	4,3%	1.003	200
29.08.2024	4,91	-4,1%	737	150
30.08.2024	5,20	5,9%	5.668	1.090
02.09.2024	4,90	-5,8%	4.508	920
06.09.2024	4,92	0,4%	246	50
09.09.2024	4,92	0,0%	1.776	361
10.09.2024	4,92	0,0%	738	150
11.09.2024	4,92	0,0%	1.476	300
12.09.2024	4,95	0,6%	1.400	284
13.09.2024	4,92	-0,6%	2.780	565
16.09.2024	4,90	-0,4%	6.865	1.401
17.09.2024	4,90	0,0%	5	1
18.09.2024	5,00	2,0%	125	25
19.09.2024	4,90	-2,0%	6.150	1.250
20.09.2024	4,82	-1,6%	29	6
23.09.2024	4,92	2,1%	394	80
24.09.2024	4,92	0,0%	5.401	1.098
25.09.2024	4,92	0,0%	413	84
26.09.2024	4,82	-2,0%	7.857	1.615
27.09.2024	4,82	0,0%	1.730	359
30.09.2024	4,80	-0,4%	1.254	261
01.10.2024	4,82	0,4%	96	20
02.10.2024	4,72	-2,1%	5.610	1.170
04.10.2024	4,82	2,1%	386	80
07.10.2024	4,82	0,0%	5	1
08.10.2024	4,90	1,7%	1.274	260
09.10.2024	4,90	0,0%	686	140
10.10.2024	4,92	0,4%	419	85
11.10.2024	5,00	1,6%	795	159
14.10.2024	4,92	-1,6%	10	2
15.10.2024	4,92	0,0%	531	108
16.10.2024	4,82	-2,0%	83.063	17.055
17.10.2024	4,82	0,0%	723	150
18.10.2024	4,82	0,0%	188	39
21.10.2024	4,80	-0,4%	15.688	3.410
Gesamt			249.210	50.318

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 4: Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der home24-Aktie vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024

216. Im maßgeblichen dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme war der Handel der Aktie der home24 SE von einem schwankenden Volumen geprägt. Für die Aktie der home24 SE wurden an 57 von möglichen 66 Börsentagen Umsätze verzeichnet, also an 86,4 % der möglichen Handelstage. Insgesamt wurden im betrachteten Zeitraum 50.318 Aktien mit einem Handelsumsatz von insgesamt 249.210 € gehandelt.
217. Im betrachteten Zeitraum konnten Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % an mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen festgestellt werden. Auf eine detaillierte Darstellung kann im vorliegenden Fall verzichtet werden, da bereits das Kriterium der Handelstage deutlich gegen das Vorliegen einer Marktengung i.S.d. der WpÜG-AngVO spricht.
218. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine Marktengung vor, da nur eines der oben genannten Indizien erfüllt ist. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend der Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden.
219. Auf Basis unserer Berechnungen können wir den durch die Bewertungsgutachterin ermittelten umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs zum 21. Oktober 2024 nachvollziehen. Dieser betrug für den Zeitraum vom 22. Juli 2024 einschließlich zum 21. Oktober 2024 **4,95 € je Aktie**.

2. Weitere Liquiditätskennzahlen

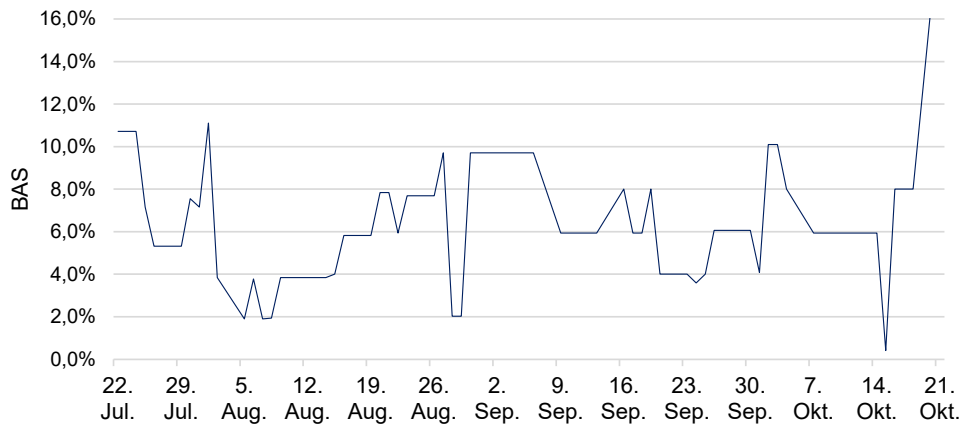
220. Ein Gradmesser für die Liquidität sind neben Handelsvolumen, Handelstagen und Streubesitzanteil (Free-Float) auch die Geld-Brief-Spannen (im Folgenden: „Bid-Ask-Spread“ oder kurz: „BAS“), deren Bedeutung im Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt vom 26. April 2021 hervorgehoben wurde (vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19).
221. Die Differenz zwischen Geld- und Briefkurs ist in Form von Transaktionskosten von den Marktteilnehmern zu tragen. Je geringer der BAS ist, desto liquider ist das gehandelte Wertpapier. Eine einheitliche Untergrenze zur Abgrenzung von illiquiden Aktienkursen hat sich bisher in der Bewertungspraxis nicht etabliert. Nach Auffassung des OLG Frankfurt liegt bei BAS für unterschiedliche Betrachtungszeiträume von 1,56 % bzw. 1,88 % kein hinreichend liquider Handel vor (vgl. OLG Frankfurt, 26.1.2015, 21 W 26/13, Tz. 55). Das OLG Frankfurt erachtet unter Verweis auf Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren nicht mehr für gegeben, wenn der BAS größer als 1,25 % ist (vgl. OLG Frankfurt, 26.1.2015, 21 W 26/13, Tz. 55). Diese Auffassung wird vom LG Stuttgart geteilt, das bei einem BAS von über 1,25 % und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu 115 T€ nicht mehr von einem hinreichend liquiden Börsenkurs ausgeht (vgl. LG Stuttgart, 20.12.2018, 31 O 38/16, S. 103). Das LG München

sieht den Grenzwert, bei dem eine hinreichende Liquidität nicht mehr vorliegt, bei einem BAS von über 1,25 % (vgl. LG München, 2.12.2016, 5 HK 5781/15).

222. Die Bewertungsgutachterin hat für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024 einen durchschnittlichen BAS i.H.v. 6,80 % ermittelt. Zusätzlich hat die Bewertungsgutachterin einen durchschnittlichen BAS für den einjährigen historischen Zeitraum zum 14. September 2023 (Delisting) von 0,99 % bzw. zum 4. Oktober 2022 (Business Combination Agreement) von 1,05 % ermittelt. Ferner stellt die Bewertungsgutachterin fest, dass für die einjährigen historischen Beobachtungszeiträume zum 14. September 2023 und 4. Oktober 2022 jeweils der Schwellenwert des LG München von 1,25 % unterschritten wird.
223. Des Weiteren stellt die Bewertungsgutachterin den durchschnittlichen BAS i.H.v. 6,80 % im Zeitraum vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024 in Relation zu den durchschnittlichen BAS der CDAX-Unternehmen sowie der Bid-Ask-Spreads der Peer Group-Unternehmen. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass der Bid-Ask-Spread für die home24 SE-Aktie deutlich über den Mittelwerten für CDAX-Unternehmen (marktwertgewichtet) und der Peer Group-Unternehmen liegt.
224. Im Ergebnis erachtet die Bewertungsgutachterin, dass vor dem Hintergrund einer sehr eingeschränkten Liquidität der home24 SE-Aktie jedenfalls seit dem Delisting von einer mangelnden Aussagekraft des Börsenkurses auszugehen ist.
225. Zur Beurteilung der Liquidität haben wir eigene Analysen durchgeführt und die Entwicklung des relativen BAS der home24 SE-Aktie im Dreimonatszeitraum, endend zum 21. Oktober 2024, dem Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, analysiert.

226. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des relativen BAS für den Dreimonatszeitraum per 21. Oktober 2024.

Relativer BAS der home24 SE (22.07.2024 - 21.10.2024)



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

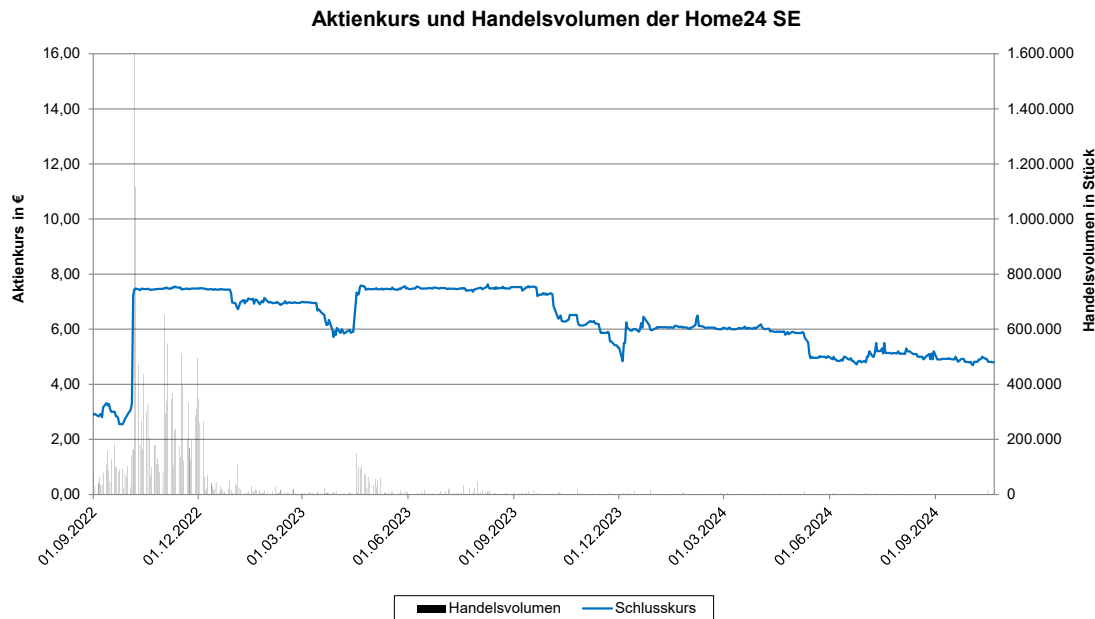
Abbildung 25: Relativer BAS der home24 SE-Aktie vom 22. Juli 2024 bis zum 21. Oktober 2024

227. Der relative BAS der home24 SE-Aktie liegt im Betrachtungszeitraum zwischen 0,41 % und 20,95 %, im Durchschnitt (Median) bei 6,57 % (5,94 %). Damit liegt der relative BAS der home24 SE-Aktie im Betrachtungszeitraum deutlich über den in der Rechtsprechung und in der Literatur als Obergrenze erachteten Werte.¹⁸
228. Es kann daher von keiner ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der home24 SE ausgegangen werden.

¹⁸ Die Abweichungen zu den Werten von RSM Ebner Stolz resultieren daraus, dass die Bewertungsgutachterin bei der Ermittlung des relativen BAS auf Tages-Schlusskurse abgestellt hat. In Abweichung dazu lag unseren Analysen der Mittelwert aus dem Geld- bzw. Briefkurs zugrunde.

3. Kursausschläge oder Kursmanipulationen

229. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der home24 SE-Aktie sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von rund zwei Jahren bis zum 21. Oktober 2024, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt. Die genannten Handelsdaten beziehen sich dabei auf den Handel an sämtlichen deutschen Börsenplätzen.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 26: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der home24 SE vom 1. September 2021 bis zum 21. Oktober 2024

230. Die home24 SE-Aktie verzeichnete zunächst einen sprunghaften Anstieg am 5. Oktober 2022 in etwa auf das Niveau des am gleichen Tag bekanntgegebenen Übernahmeangebots im Rahmen des BCA i.H.v. 7,50 € je Aktie. Bis zum Ende der Annahmefrist zum 28. Dezember 2022 war nahezu keine Kursbewegung zu beobachten. Im darauffolgenden Zeitraum ist ein stetiger Kursverfall zu beobachten. Der erneute sprunghafte Anstieg des Kurses am 17. April 2023, in etwa auf das Niveau des ursprünglichen Übernahmeangebots von 7,50 € je Aktie, ist im Zusammenhang der Bekanntgabe der kartellrechtlichen Freigabe der Übernahme zu sehen. Am 28. Juni 2024 erfolgte die Bekanntgabe eines Delisting-Erwerbsangebots erneut für einen Preis von 7,50 € je Aktie. Das Delisting erfolgte mit Ablauf des 14. September 2023. Nach dem Delisting wurde der Handel an den Wertpapierbörsen XETRA und Frankfurt am Main eingestellt. Seither wurden die Aktien der home24 SE im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt, jedoch nicht auf Veranlassung der Gesellschaft. Insgesamt hatte dies zur Folge, dass der Kursverlauf vom 17. April 2023 bis zum 14. September 2023 nahezu konstant im Bereich des ursprünglichen Übernahmeangebots

bzw. späteren Delisting-Erwerbsangebots i.H.v. jeweils 7,50 € je Aktie lag. Der Kursverlauf nach dem 14. September 2023 ist im Zusammenhang eines vergleichsweise niedrigen Handelsvolumens zu sehen. Dies umfasst auch den Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 22. Juli 2024 bis 21. Oktober 2024.

231. Auf Basis unserer Analysen des Börsenkurses der home24 SE-Aktie konnten wir im analysierten Zweijahreszeitraum wesentliche Kurssprünge feststellen, die insbesondere auf das Übernahmeangebot im Zusammenhang des BCA und im späteren Verlauf auf das Delisting-Erwerbsangebot zurückzuführen sind. In Folge ist die Börsenkursentwicklung seit dem 5. Oktober 2022 beeinflusst. Insofern erachten wir den Aktienkurs der home24 SE für nicht aussagefähig.

4. Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten

232. Auf Veranlassung der home24 SE erfolgte die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft bis zum Delisting am 14. September 2023 zum Handel an den Börsen XETRA und Frankfurt am Main im regulierten Markt (General Standard). Die home24 SE unterlag somit bis zum Delisting Transparenzanforderungen. Zu den Transparenzanforderungen zählten bspw. im Segment General Standard der Frankfurter Börse:

- Jahresfinanzberichte und Halbjahresberichte: Veröffentlichung von geprüften Jahresabschlüssen innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende und von ungeprüften Halbjahresberichten innerhalb von vier Monaten nach Ende des Berichtszeitraums,
- Ad-hoc-Mitteilungen: Unverzögliche Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen gemäß der EU-Marktmisbrauchverordnung,
- Unternehmenskalender: Veröffentlichung eines Kalenders mit den wichtigsten Ereignissen (z.B. Hauptversammlung, Veröffentlichung von Finanzberichten),
- Analysten- und Investorenveranstaltungen: Durchführung von Analysten- und Investorenveranstaltungen mindestens einmal jährlich.

233. Seit dem Delisting am 14. September 2023 unterliegt die home24 SE nicht mehr den o.a. börslichen Transparenzanforderungen. Nach dem 14. September 2023 erfolgte der Handel der home24 SE-Aktie im Freiverkehr der Börse Hamburg, jedoch nicht auf Veranlassung der Gesellschaft.

234. Es wurden darüber hinaus Analystenberichte zur home24 SE veröffentlicht. Der letzte verfügbare Analystenbericht für die home24 SE, der uns vorliegt, stammt von 7. Oktober 2022. Dabei wurde das vorliegende Übernahmeangebot im Rahmen des BCA thematisiert. Das Preisziel lag bei 7,50 € je Aktie und entsprach dem Übernahmeangebot. Insofern ist eine Entkopplung der Markterwartung für den Aktienkurs von der wirtschaftlichen Entwicklung zu beobachten. Daher ist unseres Erachtens der Aktienkurs der home24 SE nicht aussagefähig.

5. Zusammenfassendes Ergebnis

235. Zusammenfassend halten wir fest, dass auf Basis unserer Analysen

- im Sinne der WpÜG-AngVO keine Marktengung vorliegt,
- der relative BAS der home24 SE-Aktie im Betrachtungszeitraum über der in der Rechtsprechung und in der Literatur als Obergrenze erachteten Werte liegt,
- im beobachteten Zweijahreszeitraum wesentliche Kursausschläge bzw. Kursverzerrungen vorliegen, die auf das Übernahmeangebot der RAS Beteiligungs GmbH zurückzuführen sind und
- zum Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme keine börslichen Veröffentlichungspflichten durch die home24 SE zu erfüllen waren.

236. Insofern erachten wir die Schlussfolgerung der Bewertungsgutachterin, dass der umsatzgewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs der home24 SE keine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der home24 SE AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG darstellt, als plausibel.

237. Die Heranziehung des Börsenkurses der home24 SE als Wertuntergrenze führt im vorliegenden Fall zu keiner Veränderung des barabfindungsrelevanten Werts. Hintergrund hierfür ist, dass der anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der home24 SE oberhalb des Börsenkurses liegt. Die Voraussetzung für eine Hochrechnung des Börsenkurses der home24 SE auf den Bewertungsstichtag gemäß Rechtsprechung des BGH liegt nicht vor, da kein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (22. Oktober 2024) und der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung (13. Dezember 2024) liegt.

IV. Ermittlung des Unternehmenswertes

1. Vergangenheitsanalyse

a) Vorbemerkung

238. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, die dazu dient, die wesentlichen Ursachen für die Ergebnishöhe und -entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar.
239. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden wesentliche außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt.
240. Die nachfolgenden Analysen zur Ertragslage (Abschnitt D.IV.1.b) und der Vermögens- und Finanzlage (Abschnitt D.IV.1.c) erfolgten für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Konzernabschlüsse nach IFRS der home24 SE.
241. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir insbesondere die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zur Vermögens- und Ertragslage vorgenommen.

b) Ertragslage

242. Die nachfolgende Tabelle stellt die bereinigte Ertragslage der home24-Gruppe für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach IFRS dar.

home24 SE Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	IST 2021 T€	IST 2022 T€	IST 2023 T€	2021/22 %	2022/23 %
Umsatzerlöse	615.488	601.017*	544.114	-2,4	-9,5
Wachstum in %	n.a.	-2,4	-9,5		
Umsatzkosten	-348.898	-318.421	-267.208	-8,7	-16,1
in % der Umsatzerlöse	-56,7	-53,0	-49,1		
Rohertrag	266.590	282.596	276.906	6,0	-2,0
in % der Umsatzerlöse	43,3	47,0	50,9		
Fulfillmentkosten	-103.580	-89.655	-77.505	-13,4	-13,6
in % der Umsatzerlöse	-16,8	-14,9	-14,2		
Marketingausgaben	-97.652	-84.400	-78.083	-13,6	-7,5
in % der Umsatzerlöse	-15,9	-14,0	-14,4		
Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen	-64.504	-94.744	-99.651	46,9	5,2
in % der Umsatzerlöse	-10,5	-15,8	-18,3		
EBITDA (bereinigt)	854	13.796	21.667	n.a.	57,0
in % der Umsatzerlöse	0,1	2,3	4,0		
Abschreibungen	-27.367	-51.549	-57.600	88,4	11,7
in % der Umsatzerlöse	-4,4	-8,6	-10,6		
EBIT (bereinigt)	-26.512	-37.753	-35.933	42,4	-4,8
in % der Umsatzerlöse	-4,3	-6,3	-6,6		
Neutrales Ergebnis / Bereinigungen	-8.766	-8.915	-6.574	1,7	-26,3
in % der Umsatzerlöse	-1,4	-1,5	-1,2		
EBIT	-35.278	-46.668	-42.507	32,3	-8,9
in % der Umsatzerlöse	-5,7	-7,8	-7,8		
Zinsergebnis	-40	-3.246	-7.684	n.a.	n.a.
EBT	-35.318	-49.914	-50.191	41,3	0,6
in % der Umsatzerlöse	-5,7	-8,3	-9,2		
Ertragsteuern	-105	234	1.489	n.a.	n.a.
Jahresfehlbetrag	-35.423	-49.680	-48.702	40,2	-2,0
in % der Umsatzerlöse	-5,8	-8,3	-9,0		

*Berücksichtigung des Segments Butlers ab dem Zeitpunkt ihrer Erstkonsolidierung (1.4.2022)

Quelle: home24-Gruppe Geschäftsberichte 2021, 2022 und 2023

Tabelle 5: Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung der home24-Gruppe der Geschäftsjahre 2021 bis 2023

243. Die **Umsatzerlöse** der home24-Gruppe resultieren im Jahr 2021 aus den Bereichen home24 und LatAm sowie ab dem Jahr 2022 ergänzend aus dem Bereich Butlers, der im Rahmen einer Transaktion im April 2022 erworben wurde. Im Jahr 2021 erzielte die home24-Gruppe Umsatzerlöse i.H.v. 615.488 T€, worin noch deutlich positive Effekte aus der COVID-19-Pandemie in Zusammenhang mit der temporären Schließung des stationären Einzelhandels beinhaltet waren. In den Folgejahren 2022 und 2023 reduzierten sich die Umsatzerlöse um 2,4 % im Jahr 2022 bzw. 9,5 % im Jahr 2023. Damit überkompensieren die Effekte aus dem Abklingen der Pandemie einerseits sowie die Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Situation andererseits das zusätzliche Umsatzvolumen durch den Erwerb der Butlers-Gruppe

im Jahr 2022 deutlich. Zu Informationszwecken haben wir eine eigene überschlägige Ermittlung der Pro-Forma-Ertragslage für das Jahr 2022 exklusive der Umsatzerlöse aus dem Segment Butlers ermittelt. Für das Geschäftsjahr 2022 würde sich im Vorjahresvergleich ohne Berücksichtigung des Segments Butlers ein Umsatzrückgang von rd. 18 % ergeben. Die Umsatzentwicklung blieb sowohl im Jahr 2022 als auch im Jahr 2023 deutlich hinter den geplanten Umsatzerlösen zurück. Dieser Umstand war im Wesentlichen auf eine im Jahr 2022 beginnende Eintrübung der Konjunkturerwartungen, bedingt durch den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine, weit verbreitete Kostensteigerungen und die von den Notenbanken eingeleitete Zinswende zurückzuführen.

244. Insgesamt liegen die Umsatzerlöse im Jahr 2023 trotz des deutlichen Rückgangs im Vorjahresvergleich oberhalb des Niveaus 2019 vor Beginn der COVID-19-Pandemie:

home24-Konzern	2019 in T€	2020 in T€	2021 in T€	2022 in T€	2023 in T€
Umsatzerlöse	371.616	491.848	615.488	601.017*	544.114
<i>Wachstum in %</i>	-	32,4	25,1	-2,4	-9,5

* Berücksichtigung des Segments Butlers ab dem Zeitpunkt ihrer Erstkonsolidierung (1.4.2022)

Quelle: home24; IVA-Analysen

Tabelle 6: Entwicklung der Umsatzerlöse von 2019 bis 2023

245. Die Betrachtung ab dem Jahr 2019 zeigt, dass die Gruppe ihre Umsatzerlöse bis zum Jahr 2023 insgesamt steigern konnte. Insofern handelt es sich bei dem Umsatzrückgang nach dem Jahr 2021 nicht um einen kontinuierlichen Trend. Auch ohne Berücksichtigung des Umsatzanteils der Butlers-Gruppe im Jahr 2023 von rd. 100 Mio. € ergibt sich im Vergleich mit dem Jahr 2019 noch eine Umsatzsteigerung von rd. 19 % bzw. 4,6 % p.a.
246. Die **Umsatzkosten** beinhalten im Wesentlichen den Wareneinkauf sowie Liefer- und Verbringungskosten der eingehenden Waren. Im Jahr 2021 waren die Umsatzkosten noch deutlich durch hohe Frachtkosten und hohe Einkaufspreise aufgrund der Warenknappheit in Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie beeinflusst, sodass die Umsatzkostenquote bei 56,7 % der Umsatzerlöse lag. Im Folgejahr 2022 reduzierten sich sowohl die absoluten Umsatzkosten aufgrund des Umsatzrückgangs als auch die Umsatzkostenquote, was auf die wieder verbesserte Warenverfügbarkeit und rückläufige Frachtkosten zurückzuführen war. Zudem wirkten sich ebenfalls die erstmalige Konsolidierung der Butlers-Gruppe aufgrund des margenstärkeren Geschäfts und die Einführung von Versandkosten spürbar positiv auf die Bruttomarge aus. Im Vorjahresvergleich verbesserte sich die Kostenquote von 56,7 % um 3,7 Prozentpunkte auf 53,0 %. Im Jahr 2023 gingen die absoluten Umsatzkosten aufgrund der ebenfalls rückläufigen Umsatzerlöse von 318.421 T€ um 16,1 % auf 267.208 T€ weiter zurück. Die Kostenquote betrug im Jahr 2023 49,1 % und ging damit im Vorjahresvergleich um weitere

3,9 Prozentpunkte zurück. Der Effekt war dabei im Wesentlichen auf die erstmalige ganzjährige Berücksichtigung der Butlers-Gruppe sowie den Ausbau des Online-Marktplatzgeschäfts – Vermittlungsgeschäft ohne eignen Wareneinsatz – zurückzuführen.

247. Die **Fulfillmentkosten** beinhalten im Wesentlichen Aufwendungen für Warenversand, Warenhandling und Verpackung sowie Leistungen an Lagermitarbeiter, bezogene Lagerzeitarbeit und Kosten der Zahlungsabwicklung. Im betrachteten Zeitraum sind die Fulfillmentkosten von 103.580 T€ im Jahr 2021 auf 77.505 T€ im Jahr 2023 kontinuierlich gesunken. Auch hier lag im Jahr 2021 noch ein Sondereffekt aufgrund der COVID-19-Pandemie vor, wodurch insbesondere die Kosten für die Verbringung der Waren, bspw. Containerkosten, deutlich erhöht waren. Im Jahr 2022 reduzierten sich die Fulfillmentkosten um 13,4 % auf 89.655 T€, was im Wesentlichen auf den durch den Beginn des Ukraine-Kriegs und die damit einhergehenden Inflation verursachten Rückgang des Geschäftsvolumens zurückzuführen ist. Des Weiteren reduzierten sich die Containerkosten in der Schifffahrt aufgrund von Überkapazitäten. Zudem wurde im Jahr 2022 die eigene Logistikinfrastruktur ausgebaut, sodass externe Lieferkosten eingespart werden konnten. Zusätzlich wirkten sich ab dem Jahr 2022 auch Effekte aus der Akquisition der Butlers-Gruppe aus, die durch ihr überwiegend auf stationären Handel gerichtetes Geschäftsmodell geringere Fulfillmentkosten aufweist als die übrige Gruppe. Insgesamt führten diese Aspekte neben dem Rückgang der absoluten Kosten auch zu einer Margenverbesserung um 1,9 Prozentpunkte. Der weitere Rückgang der Fulfillmentkosten im Jahr 2023 ist im Wesentlichen auf das weiter rückläufige Umsatzniveau zurückzuführen. Zudem konnte die Kostenquote durch den weiteren Ausbau der eigenen Logistik verbessert werden. Insgesamt sank die Kostenquote von 14,9 % im Geschäftsjahr 2022 auf 14,2 % im Geschäftsjahr 2023.
248. Die **Marketingkosten** enthalten Kosten für Performance-Marketing sowie für TV-Marketing. Die Marketingkosten sind im betrachteten Zeitraum kontinuierlich, von 97.652 T€ im Jahr 2021 auf 78.083 T€ im Jahr 2023, gesunken. Auch die Kostenquote in Bezug auf die Umsatzerlöse hat sich von 15,9 % im Jahr 2021 um 1,5 Prozentpunkte auf 14,4 % im Jahr 2023 reduziert. Der Rückgang ist auf eine stärkere Kostensensibilisierung im Rahmen der Unternehmensstrategie der Gruppe zurückzuführen. Die Steuerung der Marketingkosten liegt dabei die Kenngröße des zu erwartenden Umsatzerlöses pro ausgegebenem Euro für Marketingaufwendungen zugrunde.
249. Die **Vertriebs- und Verwaltungskosten** beinhalten im Wesentlichen Personalkosten für Mitarbeiter sowie aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen („OpEx“) wie etwa die Standortkosten (Lager, Filialen, Büros), Kosten für Software, Rechts- und Beratungskosten, Reisekosten und Versicherungsbeiträge. Der starke Anstieg der Vertriebs- und Verwaltungskosten von 64.504 T€ in 2021 um 46,9 % auf 94.744 in 2022 ist im Wesentlichen auf die bereits zuvor erwähnte Akquisition der Butlers-Gruppe zurückzuführen. Die Butlers-

Gruppe ist überwiegend im stationären Einzelhandel tätig und weist daher einen höheren Personalbedarf als die übrigen Segmente auf. Der weitere Anstieg im Jahr 2023 um 5,2 % auf 99.651 T€ ist im Wesentlichen auf die erstmalige ganzjährige Konsolidierung der Butlers-Gruppe zurückzuführen. Daneben haben Gehaltsanpassungen ebenfalls zur Steigerung der Personalkosten beigetragen. Der Anstieg der Kosten für Software und Lizenzen und Serverkosten sowie der sonstigen Verwaltungskosten wie etwa Rechts- und Beratungskosten sowie Versicherungen ist ebenfalls im Wesentlichen auf die Akquisition der Butlers-Gruppe und die damit verbundene Ausweitung der Strukturen zurückzuführen.

250. Es ergibt sich insgesamt ein (bereinigtes) **EBITDA**, das von 854 T€ in 2021 auf 21.667 T€ in 2023 ansteigt. Die EBITDA-Marge verbessert sich von 0,1 % in 2021 auf 4,0 % in 2023. Die **Abschreibungen** sind im betrachteten Zeitraum ebenfalls deutlich angestiegen, wobei der größte Anstieg im Jahr 2022 vorlag. In diesem Jahr ist eine nahezu Verdoppelung der Abschreibungen von 27.367 T€ auf 51.549 T€ zu verzeichnen. Hierbei handelt es sich ebenfalls um Effekte aus der Butlers-Akquisition und dem damit einhergehenden Anstieg der Abschreibung von Nutzungsrechten aus den Butlers-Mietverträgen gemäß IFRS 16. Die weitere Erhöhung der Abschreibungen im Jahr 2023 ist im Wesentlichen auf den Ganzjahreseffekt der Konsolidierung der Butlers-Gruppe zurückzuführen.
251. Auf Basis der beschriebenen Erlöse und Kosten ergibt sich für die einzelnen Jahre des betrachteten Zeitraums jeweils ein negatives (bereinigtes) **EBIT**. Im Jahr 2021 betrug das bereinigte EBIT -26.512 T€, die EBIT-Marge betrug -4,3 %. Obwohl pandemiebedingt noch deutlich positive Effekte auf Ebene der Umsatzerlöse vorlagen, führten die ebenfalls pandemiebedingt hohen Umsatzkosten zu einer deutlich niedrigeren Bruttomarge.
252. Im Folgejahr 2022 verschlechterte sich das bereinigte EBIT weiter deutlich um 42,4 % auf -37.753 T€. Trotz der Butlers-Akquisition konnte die Gruppe ihre Umsatzerlöse nicht steigern, vielmehr gingen diese um 2,4 % zurück. Zwar verbesserte sich die Bruttomarge von 43,3 % um 3,7 Prozentpunkte auf 47,0 %, das absolute Bruttoergebnis lag jedoch nur rd. 6,0 % über dem Vorjahresniveau. Die durch die Butlers-Akquisition bedingten, höheren Vertriebs- und Verwaltungskosten überlagerten den positiven Bruttomargen-Effekt deutlich. Entsprechend verschlechterte sich auch die EBIT-Marge im Jahr 2022 weiter um 2,0 Prozentpunkte auf -6,3 %.
253. Im Jahr 2023 verbesserte sich das bereinigte EBIT um 4,8 % auf -35.933 T€. Trotz eines erneuten Rückgangs der Umsatzerlöse um 9,5 % verbesserte sich die Bruttomarge um 3,9 Prozentpunkte auf 50,9 %, wodurch das Bruttoergebnis lediglich 2,0 % unterhalb des Vorjahres lag. Allerdings führte auch im Jahr 2023 die Steigerung der Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen sowie der Abschreibungen zu einem negativen (bereinigten) EBIT.

254. Das **neutrale Ergebnis (Bereinigungen)** umfasst für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 mehrere außerordentliche Aufwendungen und Erträge, wie folgende Tabelle zeigt.

Bereinigungen	2021	2022	2023
	in T€	in T€	in T€
1. Erträge aus Währungsumrechnung	0	0	346
2. Erträge aus Schadenersatz	0	1.027	0
3. Erträge aus Auflösung Rückstellungen	0	379	0
4. Sonstige periodenfremde Erträge	594	0	0
Neutrale Erträge	594	1.406	346

Bereinigungen	2021	2022	2023
	in T€	in T€	in T€
5. COGS - PPA		-3.333	
6. Anteilsbasierte Vergütung	-8.582	-1.756	-515
7. IPO Kosten/Transaktionskosten	-778	-69	-320
8. Transaktionskosten IFRS 9	0	-249	-294
9. Transaktionskosten Lutz	0	-971	-335
10. Verluste aus Währungsumrechnung	0	0	-1.038
11. Abschreibungen IFRS 16 PPA	0	-1.244	-1.658
12. AfA Mobly	0	-2.700	0
13. AfA IFRS 16 Butlers	0	0	-2.760
Neutrale Aufwendungen	-9.360	-10.322	-6.920
Neutrales Ergebnis (Bereinigungen)	-8.766	-8.915	-6.574

Quelle: home24; RSM Ebner Stolz; IVA-Analysen

Tabelle 7: Zusammensetzung der Bereinigungen von 2021 bis 2023

255. Im Rahmen der Bereinigung des operativen Ergebnisses haben wir die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen, wesentlichen Bereinigungen nachvollzogen und diese übernommen. Es handelt sich dabei im Wesentlichen um die anteilsbasierte Vergütung (6.), Abschreibungen auf das Vorratsvermögen im Rahmen der PPA Butlers (5.), außerplanmäßige Abschreibungen selbsterstellter Software im Segment LatAm (12.), Abschreibungen i.Z.m. im Rahmen der PPA Butlers aktivierten vorteilhaften Mietverträgen (11.) sowie außerplanmäßige Abschreibungen von Nutzungsrechten im Bereich Butlers (13.). Ergänzend haben wir ebenfalls Transaktions- bzw. IPO-Kosten (7., 8., 9.) sowie diverse weitere Effekte aus Währungsumrechnung, Schadenersatz, Erträgen aus der Auflösung von Rückstellungen sowie der Ausbuchung von periodenfremden Erträgen und Aufwendungen bereinigt. Daraus ergibt sich insgesamt ein **neutrales Ergebnis** von -8.766 T€ (2021), -8.915 T€ (2022) bzw. -6.574 T€ (2023).

256. Das **Finanzergebnis** beinhaltet in den Jahren 2022 und 2023 im Wesentlichen Zinserträge aus der Verzinsung der liquiden Mittel im Segment LatAm sowie Zinserträge aus sonstigen finanziellen Vermögenswerten. Dem gegenüber stehen überwiegend Zinsaufwendungen aus

der Aufzinsung von Leasingverbindlichkeiten sowie Zinsaufwendungen aus der vorfälligen Auszahlung von Forderungsbeträgen aus LuL im Rahmen der Factoring-Vereinbarungen sowie aus Ratenkauf. Das **EBT** entwickelte sich entsprechend von -35.318 T€ im Jahr 2021 zu -49.914 T€ im Jahr 2022 und -50.191 T€ im Jahr 2023.

257. Das **Konzernergebnis** profitierte in den Jahren 2022 und 2023 von der Berücksichtigung aktiver latenter Steuern auf temporäre Differenzen sowie auf Verlustvorträge. In den Jahren 2022 und 2023 sorgten die latenten Steuern dafür, dass das negative Konzernergebnis um 234 T€ bzw. 1.489 T€ geringer als das Ergebnis vor Steuern ausfiel. Es ergibt sich damit ein Konzernergebnis von -49.680 T€ (2022) bzw. -48.702 T€ (2023). Im Jahr 2021 enthalten die Steuerbeträge keinen latenten Steueraufwand bzw. -ertrag.
258. Ergänzend hat die Bewertungsgutachterin zur Eliminierung der Konsolidierungseffekte der Butlers-Gruppe, auf Ebene der Umsatzerlöse, des EBITDA und des EBIT eine vereinfachte Pro-Forma-Rechnung aufgestellt und unterstellt, dass die Butlers-Gruppe bereits in den Jahren 2021 und 2022 vollständig Teil der Gruppe gewesen wäre. Die Analysen der Bewertungsgutachterin haben wir nachvollzogen. Die Pro-Forma-GuV unter Berücksichtigung der Butlers-Gruppe ab 2021 stellt sich demnach überschlägig wie folgt dar:

home24-Konzern	2021	2022	2023	2021/22	2022/23
Pro-Forma-GuV	in T€	in T€	in T€	in %	in %
Umsatzerlöse	709.334	620.406	544.114	-12,5	-12,3
EBITDA (bereinigt)	19.127	12.537	21.667	-34,5	72,8
in % der Umsatzerlöse	2,7	2,0	4,0		
EBIT (bereinigt)	-23.961	-43.792	-35.933	0,8	-0,2
in % der Umsatzerlöse	-3,4	-7,1	-6,6		

Quelle: RSM Ebner Stolz; IVA-Analysen

Tabelle 8: Pro-Forma-GuV von 2021 bis 2023

259. Auch auf Basis der Pro-Forma-Zahlen zeigt sich im betrachteten Zeitraum ein kontinuierlicher Rückgang der Umsatzerlöse von 709.334 T€ im Jahr 2021 um 12,5 % bzw. 12,3 % auf 544.114 T€ im Jahr 2023. Das bereinigte EBITDA geht von 19.127 T€ um 34,5 % auf 12.537 T€ im Jahr 2022 zurück, wobei sich die EBITDA-Marge von 2,7 % um 0,7 Prozentpunkte auf 2,0 % verringert. Im Folgejahr 2023 steigt das EBITDA trotz rückläufiger Umsatzerlöse um 72,8 % auf 21.667 T€ an, die Marge verbessert sich weiter um 2,0 Prozentpunkte auf 4,0 %. Das EBIT ist im Betrachtungszeitraum durchweg deutlich negativ.

c) Vermögens- und Finanzlage

260. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der home24-Gruppe zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach IFRS dargestellt.

home24-Konzern Bilanz nach IFRS	31.12.2021		31.12.2022		31.12.2023	
	T€	in %	T€	in %	T€	in %
Sachanlagen	24.793	6,4	32.072	6,0	26.122	5,8
Immaterielle Vermögenswerte	36.658	9,4	86.223	16,2	82.634	18,5
Nutzungsrechte	56.922	14,6	149.759	28,2	135.090	30,2
Finanzielle Vermögenswerte	16.107	4,1	24.756	4,7	23.102	5,2
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	1.986	0,5	4.281	0,8	7.396	1,7
Langfristige Vermögenswerte	136.466	35,0	297.091	56,0	274.344	61,3
Vorräte	60.755	15,6	80.036	15,1	59.115	13,2
Geleistete Anzahlungen auf Vorräte	4.384	1,1	2.817	0,5	4.218	0,9
Forderungen aus LuL	37.248	9,5	28.223	5,3	29.204	6,5
Finanzielle Vermögenswerte	4.035	1,0	3.918	0,7	6.846	1,5
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	16.237	4,2	19.190	3,6	24.581	5,5
Steuererstattungsansprüche	0	0,0	24	0,0	291	0,1
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	131.098	33,6	99.464	18,7	49.055	11,0
Kurzfristige Vermögenswerte	253.757	65,0	233.672	44,0	173.310	38,7
Summe Vermögenswerte	390.223	100,0	530.763	100,0	447.654	100,0
Gezeichnetes Kapital	29.282	7,5	33.580	6,3	33.725	7,5
Eigene Anteile	-3	0,0	-3	0,0	-3	0,0
Kapitalrücklage	70.057	18,0	58.321	11,0	2.401	0,5
Sonstige Rücklagen	57.761	14,8	64.255	12,1	66.674	14,9
Gewinnrücklage/Kumulierte Verluste	13.505	3,5	12.943	2,4	18.402	4,1
Anteile ohne beherrschenden Einfluss	49.771	12,8	46.960	8,8	40.392	9,0
Eigenkapital	220.373	56,5	216.056	40,7	161.590	36,1
Finanzverbindlichkeiten	0	0,0	21.631	4,1	14.131	3,2
Leasingverbindlichkeiten	47.548	12,2	117.975	22,2	110.450	24,7
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	1.211	0,3	4.389	0,8	4.781	1,1
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	187	0,0	103	0,0	12	0,0
Rückstellungen	5.723	1,5	8.057	1,5	6.566	1,5
Passive latente Steuern	1.043	0,3	12.126	2,3	10.399	2,3
Langfristige Schulden	55.712	14,3	164.281	31,0	146.337	32,7
Finanzverbindlichkeiten	0	0,0	10.112	1,9	7.128	1,6
Leasingverbindlichkeiten	15.891	4,1	37.177	7,0	37.425	8,4
Verbindlichkeiten aus LuL und ähnliche Schulden	67.023	17,2	66.451	12,5	58.050	13,0
Vertragsverbindlichkeiten	15.785	4,0	17.399	3,3	16.754	3,7
Steuerschulden	115	0,0	2.057	0,4	856	0,2
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	3.158	0,8	3.340	0,6	2.770	0,6
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	11.375	2,9	12.818	2,4	15.808	3,5
Rückstellungen	791	0,2	1.072	0,2	936	0,2
Kurzfristige Schulden	114.138	29,2	150.426	28,3	139.727	31,2
Summe Eigenkapital und Schulden	390.223	100,0	530.763	100,0	447.654	100,0

Quelle: home24-Gruppe Geschäftsberichte 2021, 2022 und 2023

Tabelle 9: IFRS-Bilanz der home24-Gruppe der Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023

261. Die langfristigen Vermögenswerte beinhalten im Wesentlichen immaterielle Vermögenswerte und Nutzungsrechte. Die **immateriellen Vermögenswerte** betreffen zum 31. Dezember 2021 überwiegend aktivierte, selbst erstellte Software sowie erworbene Software und Lizenzen. Durch die Akquisition der Butlers-Gruppe im Jahr 2022 erhöhten sich die immateriellen Vermögenswerte deutlich von 36.658 T€ um 49.565 T€ auf 86.223 T€, was im Wesentlichen auf einen Zugang beim Geschäfts- oder Firmenwert („GoF“) von rd. 15.690 T€ und bei der Marke von 33.214 T€ zurückzuführen war. Insgesamt entwickelte sich der Anteil der

immateriellen Vermögenswerte am Vermögen von 9,4 % im Jahr 2021 auf 18,5 % im Jahr 2023.

262. Die **Nutzungsrechte** beinhalten aktivierte Mietverträge für gewerbliche Immobilien nach IFRS 16, die im Wesentlichen Lager- und Logistikflächen betreffen. Der deutliche Anstieg von 56.922 T€ um 92.837 T€ zum 31. Dezember 2022 resultiert dabei aus dem Erwerb der Butlers-Gruppe. Durch die Konsolidierung hat sich der Bilanzwert der Nutzungsrechte annähernd verdreifacht. Zum 31. Dezember 2023 betrug der Anteil der aktivierten Nutzungsrechte an den gesamten Vermögenswerten 30,2 %.
263. Die **langfristigen finanziellen Vermögenswerte** beinhalten Kautionen und geleistete Sicherheiten sowie verfügungsbeschränkte Zahlungsmittel auf verpfändeten Konten. Die Beträge wurden als Sicherheiten für Rechtsstreitigkeiten i.Z.m. der Auslegung der brasilianischen Umsatzsteuer hinterlegt. Die Bilanzierung basiert auf den Einschätzungen lokaler Steueranwälte. Im Jahr 2023 wurde vor dem brasilianischen Verfassungsgericht eine Auseinandersetzung zugunsten der betroffenen Unternehmen entschieden, sodass sich ein Teil des Geldes zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2023 im Prozess der Rückzahlung befindet.
264. Der **Vorratsbestand** ist zum 31. Dezember 2022 im Vorjahresvergleich von 60.755 T€ um rd. 30 % auf 80.036 T€ angestiegen. Grund hierfür war die Konsolidierung von Butlers im Rahmen der Akquise im April 2022. Aufgrund der COVID-19-Pandemie verlief das Weihnachtsgeschäft 2021 bei Butlers nur unterdurchschnittlich, sodass sich die Lagerbestände nicht wesentlich abgebaut haben. Dies wurde nochmals durch die steigende Inflationsrate im Jahr 2022 verstärkt, sodass sich der Vorratsbestand erst im Jahr 2023 wieder dem Normalniveau annäherte und zum 31. Dezember 2023 mit 59.115 T€ leicht unter dem Niveau des Jahres 2021 lag.
265. Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** bestehen im Wesentlichen gegen Endkunden, Geschäftskunden und Zahlungsdienstleister. Zum 31. Dezember 2022 betragen die Forderungen aus LuL 24,2 % bzw. 9.025 T€ weniger als im Vorjahr, was auf eine Auszahlung vorfälliger Forderungen im Rahmen des Factorings im Segment LatAm zurückzuführen war. Zudem sind die Forderungen aus LuL auch aufgrund des niedrigeren Umsatzniveaus zurückgegangen. Auch im Folgejahr wurden vorfällige Forderungen ausgezahlt, wodurch sich die Forderungen aus LuL zum 31. Dezember 2023 auf dem Niveau des Vorjahres bewegt haben.
266. Die **kurzfristigen sonstigen nichtfinanziellen Vermögenswerte** beinhalten zu allen drei Abschlussstichtagen im Wesentlichen Umsatzsteuerforderungen aus zu verrechnenden Steuerguthaben im Segment LatAm.

267. Wesentlicher Bestandteil der **langfristigen** Schulden sind die langfristigen **Leasingverbindlichkeiten**. Die Leasingverbindlichkeiten beinhalten überwiegend die von der home24-Gruppe eingegangenen Leasingverhältnisse i.Z.m. Büro- und Lagerflächen sowie Verkaufsflächen für Outlets, Showrooms und Filialen. Die überwiegende Laufzeit der Leasingverhältnisse beträgt dabei zwischen einem und fünf Jahren. Im Wesentlichen durch den Erwerb der Butlers-Gruppe begründet haben sich die langfristigen Leasingverbindlichkeiten von 47.548 T€ zum 31. Dezember 2021 auf 117.975 T€ zum 31. Dezember 2022 erhöht. Im Folgejahr 2023 entwickelten sich die langfristigen Leasingverbindlichkeiten auf 110.450 T€ zum 31. Dezember 2023 aufgrund der planmäßigen Tilgungen sowie Abschreibungen aufgrund von Wertminderungen auf Nutzungsrechte, wieder leicht rückläufig.
268. Die **Finanzverbindlichkeiten** i.H.v. insgesamt 31.743 T€ zum 31. Dezember 2022 betreffen im Wesentlichen finanzielle Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der Butlers-Gruppe i.H.v. 14.131 T€. Zudem wurde ein Kredit i.H.v. 7.500 T€ vollständig in Anspruch genommen. Die Verzinsung beträgt 4,95 % zzgl. vierteljährlicher Euro short-term rate und wurde im Geschäftsjahr 2023 vorzeitig getilgt. Daneben wurden zum Stichtag im Segment LatAm Kreditlinien i.H.v. 1.950 T€ in Anspruch genommen. Zum 31. Dezember 2023 bestanden weiterhin finanzielle Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der Butlers-Gruppe i.H.v. 14.537 T€. Im Segment LatAm wurde die Kreditlinie zum Stichtag i.H.v. 6.873 T€ in Anspruch genommen.
269. Die **passiven latenten Steuern** bestehen zum 31. Dezember 2021 überwiegend aufgrund der Aktivierung selbst erstellter immaterieller Vermögenswerte. Zum 31. Dezember 2022 erhöhten sich die passiven latenten Steuern auf 12.126 T€, was im Wesentlichen auf die erworbenen immateriellen Vermögenswerte im Rahmen des Butlers-Erwerbs sowie ein Intercompany-Darlehen innerhalb der Butlers-Gruppe zurückzuführen war.
270. Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** beinhalten im Wesentlichen Kreditorenkonten, Abgrenzungen sowie Verbindlichkeiten aus Reverse Factoring. Zum 31. Dezember 2021 betragen die Verbindlichkeiten 67.023 T€ und reduzierten sich zum 31. Dezember 2022 geringfügig auf 66.451 T€. Zum 31. Dezember 2023 gingen die Verbindlichkeiten aus LuL um 12,6 % auf 58.050 T€ zurück. Der Rückgang war dabei im Wesentlichen auf geringere Verbindlichkeiten aus Reverse Factoring im Segment LatAm zurückzuführen.
271. Die **Vertragsverbindlichkeiten** resultieren in erster Linie aus Vorkasse-Zahlungen von Kunden. Sobald die Ware an den Kunden geliefert wurde, wird die Verbindlichkeit als Umsatz erfasst, was innerhalb einer Frist von maximal zwölf Monaten erfolgt, sodass zu Beginn einer Berichtsperiode bestehende Vertragsverbindlichkeiten üblicherweise innerhalb dieser

Berichtsperiode als Erlös erfasst werden. Im betrachteten Zeitraum haben die Verbindlichkeiten zwischen 15.785 T€ und 17.399 T€ betragen.

272. Die **kurzfristigen nichtfinanziellen Verbindlichkeiten** beinhalten im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Leistungen an Arbeitnehmer sowie Umsatzsteuerverbindlichkeiten.

2. Planungsprozess

273. Die von der Gesellschaft erstellte Planung, die der Bewertung zugrunde liegt, untergliedert sich in die drei Bereiche home24, Butlers (zusammen Segment: Europa) und Mobly (Segment: Lateinamerika). Dabei ist der Planungsprozess für die Bereiche home24 und Butlers unabhängig zum Planungsprozess von Mobly. Die home24 SE erhält über ihre Aufsichtsratsstätigkeit bei der Mobly Einblick in den Planungsprozess. Eine konsolidierte Planungsrechnung auf Gesamtkonzernebene liegt – mit Ausnahme des Budgetjahres – nicht vor.
274. Der zeitliche Rahmen für den Planungsprozess der home24-Gruppe, d.h. alle drei Konzernsegmente, beginnt für die Budgetplanung (2024) im Oktober und wird Mitte Dezember durch Verabschiedung vom Aufsichtsrat der home24 SE finalisiert. Die vorliegende Budgetplanung wurde am 19. Dezember 2023 vom Aufsichtsrat der home24 SE verabschiedet. Hintergrund für die Finalisierung zum Jahresende ist die Berücksichtigung der Erkenntnisse aus dem Black Friday- sowie dem Weihnachtsgeschäft. Die Mittelfristplanung für die einzelnen Teilsegmente der home24-Gruppe wird im Frühjahr im Rahmen des Konzernjahresabschlussprozesses (u.a. für Impairment Test-Zwecke) finalisiert. Der Aufsichtsrat wird über die Planungsrechnung informiert, jedoch erfolgt keine formelle Verabschiedung der Mittelfristplanung durch diesen. Die Annahmen zur Ableitung der Mittelfristplanung weisen einen deutlich geringeren Detaillierungsgrad auf. Im Wesentlichen erfolgt eine Fortschreibung der Budgetplanung anhand von zentralen Planungsparametern bzw. Werttreibern.
275. Der reguläre Planungsprozess der home24-Gruppe sieht einen quartalsweise aktualisierten Forecast für das laufende Jahr unter Berücksichtigung von zwischenjährigen Ist-Zahlen vor. Zum Ende des 1. Quartals 2024 erfolgte keine Erstellung eines Forecasts. Anfang Juli 2024 wurden die Planzahlen für das Budgetjahr den unterjährigen Ist-Zahlen der einzelnen Teilsegmente der home24-Gruppe gegenübergestellt, um den Aufsichtsrat über die operative Entwicklung der home24 SE zu informieren. Der Plan-Ist-Vergleich erfolgte dabei gemäß internem Reporting nach HGB.
276. Die Planungsrechnung der Bereiche **home24** und **Butlers** umfasst eine Budgetplanung für das Jahr 2024 und eine Mittelfristplanung für die Jahre 2025 bis 2028. Die Planungsrechnung

besteht aus der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanzplanung sowie der Planung für die Cash Flow-Rechnung. Die Planungsrechnung wurde unter Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften der IFRS in Euro erstellt, wobei die Planungsrechnung von Butlers zunächst unter Anwendung von HGB erstellt und im Anschluss durch das Controlling in eine IFRS-Darstellung überführt wurde.

277. Der Umsatz- bzw. Ergebnisplanung des Bereichs home24 liegt ein unternehmenseigenes Prognosemodell zugrunde, welches Saisonalitäten berücksichtigt. Die Planung erfolgt dabei auf Ebene von einzelnen Produktgruppen. Auf Basis der Umsatzplanung werden, Prognosen für variable operative Kosten wie Logistikkosten, Lagerpersonal und Zahlungsabwicklung erstellt. Fixkosten wie Personal- und Verwaltungsaufwendungen werden nach Kostenstellen geplant. Nach der Erstellung der vorläufigen Planung anhand der Prognosemodelle erfolgt die Top-down-Berücksichtigung von Managementenerwartungen.
278. Die Umsatz- bzw. Ergebnisplanung des Bereichs Butlers sieht ein abstrakteres Vorgehen auf Ebene der Filialen bzw. von Vertriebskanälen vor. Ferner liegen der Margenplanung insbesondere Erwartungen zu Containerkosten zugrunde. Wesentliche Aufwandsposten wie Mieten und Personalaufwendungen werden auf Filialebene geplant. Analog zum Bereich home24 erfolgt eine Top-down-Berücksichtigung von Managementenerwartungen.
279. Die Planungsrechnung des Bereichs **Mobly** umfasst eine Budgetplanung für das Jahr 2024 und eine Mittelfristplanung für die Jahre 2025 bis 2030. Somit reicht der Planungshorizont zwei Jahre weiter im Vergleich zu den Bereichen home24 und Butlers. Die Planungsrechnung besteht aus der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanzplanung sowie aus der Planung für die Cash Flow-Rechnung. Die Planungsrechnung wurde unter Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften der IFRS in brasilianischen Real erstellt.
280. Die Planungsrechnung der Mobly erfolgt autark durch das Mobly-Management. Zentrale Planvorgaben durch die home24 SE liegen nicht vor. Die home24 SE kann Einblick in die Planungsrechnung durch ihre Tätigkeit im Aufsichtsrat der Gesellschaft nehmen.
281. Die Planung der Umsatzerlöse erfolgt auf Ebene von Vertriebskanälen. Die Planung der Umsatzkosten erfolgt unter Berücksichtigung der jeweiligen Bezugsquelle. Die Planung erfolgt dabei aus einer „Stand-alone-Perspektive“. Die erwarteten Synergien aus dem Zusammenschluss von Mobly mit Tok&Stok, Sao Paulo/Brasilien, sind in einer gesonderten Planungsrechnung von Mobly berücksichtigt.
282. Die Bewertungsgutachterin hat in Abstimmung mit der Gesellschaft eine Zusammenführung der Planungen für die drei Bereiche vorgenommen. Um den unterschiedlichen Planungshorizont der Bereiche home24 und Butlers (bis 2028) sowie Mobly (bis 2030)

Rechnung zu tragen, hat die Bewertungsgutachterin eine Fortschreibung der Planungsrechnungen der Bereiche home24 und Butlers für die Jahre 2029 und 2030 auf Basis pauschaler Annahmen und in Abstimmung mit der Gesellschaft vorgenommen.

283. Ferner erfolgte die Ergänzung der Stand-alone-Planung der Mobly um Synergien aus dem Zusammenschluss von Mobly mit Tok&Stok sowie eine Umrechnung der Planungsrechnung des Bereichs Mobly durch die Bewertungsgutachterin unter Anwendung von Wechselkursprognosen.

3. Planungstreue

284. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir auch die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Zu diesem Zweck haben wir die Budgetplanungen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 den bereinigten Ist-Ergebnissen gegenübergestellt. Konkret haben wir dabei Umsatzerlöse, Umsatzkosten und Bruttoergebnis, EBITDA und EBIT analysiert. Eine gesamte Analyse entsprechend der Einzelposten gemäß GuV ist aufgrund der Planungssystematik nicht möglich. Folgende Tabelle zeigt die Abweichungsanalyse für die Jahre 2021 bis 2023.

home24-Gruppe in T€	Plan	IST	Delta (%)	Plan	IST	Delta (%)	Plan	IST	Delta (%)
Plan-Ist-Analyse	2021	2021	2021	2022	2022	2022	2023	2023	2023
Umsatzerlöse (UE)	621.500	615.488	-1,0	710.861	601.017	-15,5	660.939	544.114	-17,7
Umsatzkosten	-335.848	-348.898	3,9	-391.173	-318.421	-18,6	-332.002	-267.208	-19,5
Bruttoergebnis in % der UE	285.652 46,0	266.590 43,3	-6,7	319.688 45,0	282.596 47,0	-11,6	328.937 49,8	276.906 50,9	-15,8
EBITDA (bereinigt) in % der UE	32.952 5,3	854 0,1	-97,4	28.224 4,0	13.796 2,3	-51,1	34.954 5,3	21.667 4,0	-38,0
EBIT (bereinigt) in % der UE	7.463 1,2	-26.512 -4,3	n.a.	-7.269 -1,0	-37.753 -6,3	n.a.	-27.289 -4,1	-35.933 -6,6	n.a.

Quelle: home24; RSM Ebner Stolz; IVA-Analysen

Tabelle 10: Abweichungsanalyse für die Jahre 2021 bis 2023

285. Im Jahr 2021 betrug die Abweichung der **Umsatzerlöse** lediglich -1,0 %. Für das Jahr 2022 plante die Gruppe ein weiteres Umsatzwachstum von rd. 15 %, verfehlte dieses Ziel jedoch trotz der Butlers-Akquisition aufgrund des Abklingens der positiven COVID-19-Effekte und des einsetzenden Ukraine-Kriegs und zunehmender Inflation, die zu einem negativen Konsumentenklima und folglich zum Rückgang des Umsatzvolumens um -15,5 % führte. Auch im Jahr 2023 wurde das geplante Umsatzziel mit -17,7 % deutlich verfehlt. Die Konsumzurückhaltung aufgrund der anhaltend hohen Inflation wurde im Rahmen der Planung unterschätzt.

286. Im Jahr 2021 liegen die **Umsatzkosten** um 3,9 % über dem Planwert, was auf leichte Unterschätzung der Kostensteigerung im Rahmen der COVID-19-Pandemie zurückzuführen war. Das Bruttoergebnis liegt um 6,7 % unter dem Planwert. Im Folgejahr 2022 liegen die Umsatzkosten, entsprechend der Umsatzentwicklung, 18,6 % unter Plan. In Bezug auf die Bruttomarge zeigt sich jedoch eine vergleichsweise hohe Planungstreue; diese beträgt 47,0 % und liegt lediglich 2,0 Prozentpunkte oberhalb des Planwertes. Auch im Jahr 2023 liegen die absoluten Umsatzkosten mit -19,5 % deutlich unter Plan, die Bruttomarge weicht jedoch lediglich um +1,1 Prozentpunkte von dem Planwert ab. Insgesamt zeigt sich über den Betrachtungszeitraum zwar eine deutliche Abweichung der absoluten Umsatzkosten von den Planwerten, die jedoch aus dem ebenfalls teilweise deutlich abweichenden Umsatzniveau resultiert. Auf Ebene der Bruttomarge zeigt sich hingegen eine hohe Planungstreue, sodass diese als verlässlicher Indikator im Rahmen der Planung betrachtet werden kann.
287. Auf Ebene des bereinigten **EBITDA** und **EBIT** ergeben sich sowohl auf Basis der absoluten Werte als auch auf Ebene der EBIT-Marge deutliche Abweichungen zwischen den Planzahlen und den realisierten Ergebnissen. Die auf Ebene der Umsatzerlöse dargestellten Abweichungen spiegeln sich auch bei den absoluten Fulfillmentkosten wider. Da die Marketingkosten im Wesentlichen Ausgaben für Performance-Marketing beinhalten und somit vom adressierbaren Marktvolumen (und diese u.a. wiederum von der Konsumentenstimmung) abhängig sind, ist eine genaue Schätzung der Marketingkosten schwierig.
288. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass im historischen Vergleich die Planzahlen, insbesondere auf Ebene der Umsatzerlöse zu optimistisch geplant wurden, während die Kostenquoten eine hohe Planungstreue aufweisen. Allerdings beinhaltet der betrachtete Zeitraum sowohl wesentliche Sondereffekte aufgrund der COVID-19-Pandemie, der hohen Inflation sowie aus der Übernahme der Butlers-Gruppe. Zudem zeigt sich auf Ebene der einzelnen Kostenquoten eine lediglich geringe Abweichung der Plan- von den Ist-Zahlen und daher gute Planungstreue in Bezug auf die geplanten Kostenquoten.
289. Ergänzend haben wir die bisherigen **Planabweichungen für das Jahr 2024** analysiert. Als Grundlage dienten dabei die aktuellen Ist-Zahlen der Teilssegmente home24, Butlers und LatAm per Ende August 2024. Da das interne Reporting inzwischen von IFRS auf HGB umgestellt wurde, haben wir für die Teilssegmente home24 und Butlers die Ist-Zahlen (HGB) per Ende August 2024 mit der Pro-Forma-Budgetplanung nach HGB (die uns von der Gesellschaft zur Verfügung gestellt wurde) für denselben Zeitraum verglichen. Für das Teilssegment LatAm liegt jedoch keine entsprechende Pro-Forma-Budgetplanung nach HGB vor. Daher haben wir für das Segment LatAm lediglich einen Vergleich auf Ebene der Umsatzerlöse, Umsatzkosten und Bruttoergebnis vorgenommen. Die unten dargestellte Gegenüberstellung der Ist- und Planzahlen für das Segment Europa (home24 und Butlers) stellt daher lediglich eine Annäherung dar:

Segment Europa (home24 und Butlers) in T€	Plan	IST	Delta (%)
Plan-Ist-Analyse (Jan.-Aug. 2024) nach HGB	08/2024	08/2024	08/2024
Umsatzerlöse	299.004	266.843	-10,8
Umsatzkosten	-137.727	-123.374	-10,4
Bruttoergebnis	161.276	143.468	-11,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	53,9	53,8	
Fulfillmentkosten	-42.224	-40.051	-5,1
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-14,1	-15,0	
Marketingkosten	-46.892	-43.154	-8,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-15,7	-16,2	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-76.397	-75.308	-1,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-20,8	-22,4	
Adjusted EBITDA	-4.237	-15.044	255,1
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-1,2	-4,5	
Abschreibungen	-6.065	-5.200	-14,3
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-1,7	-1,5	
Adjusted EBIT	-10.302	-20.244	96,5
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-3,4	-7,6	

Quelle: home24; IVA-Analysen

Tabelle 11: Abweichungsanalyse für das Segment Europa für den Zeitraum von Januar bis August 2024

290. Die Analyse zeigt, dass die **Umsatzerlöse** des Segments Europa per Ende August 2024 um 10,8 % unter dem Plan per August liegen. Entsprechend liegen auch die Umsatzkosten niedriger, sodass sich auf Ebene des **Bruttoergebnis** insgesamt eine Planuntererfüllung von 11,0 % ergibt. In Bezug auf die **Bruttomarge** zeigt sich jedoch, wie bereits bei der Analyse der Vorjahre, dass diese annähernd dem Plan entspricht. Die Abweichung beträgt lediglich 0,1 Prozentpunkte.
291. Die **Fulfillmentkosten** liegen um 5,1 % unter dem Planwert, die Kostenquote verschlechtert sich aufgrund der geringeren Umsatzerlöse (Bezugsgröße) von 14,1 % auf 15,0 %. Die **Marketingkosten** liegen um 8,0 % unter dem Planwert. Die Marketingkosten sind im Wesentlichen vom adressierbaren Marktvolumen abhängig. Aufgrund der weiterhin anhaltenden Konsumzurückhaltung fielen die Kosten entsprechend niedriger aus, was sich ebenfalls auch auf Basis der niedrigeren erzielten Umsatzerlöse gegenüber den Planwerten ableiten lässt. Die Kostenquote lag dabei um 0,5 Prozentpunkte über dem Planwert. Die (absoluten) **Vertriebs- und Verwaltungskosten** decken sich nahezu mit der Planung.
292. Nach Berücksichtigung der Abschreibungen beträgt das **EBIT** im Segment Europa im Betrachtungszeitraum -20.244 T€ und weicht damit um 96,5 % vom Planwert i.H.v. -10.302 T€ ab. Insgesamt weist die Plan-Ist-Analyse per August 2024 auf eine deutliche Planverfehlung hin.

293. Im Segment LatAm werden die geplanten Umsatzerlöse um rd. 4,5 % verfehlt. Die Umsatzkosten liegen jedoch um 7,1 % unter dem Planwert, sodass sich auf Ebene des Bruttoergebnisses nur eine geringe Planuntererfüllung von 1,0 % ergibt.
294. Auf Basis unserer Analysen zur Planungssystematik und zur Planungstreue zeigt sich, dass die Planung der Gesellschaft im betrachteten Zeitraum teilweise deutlich von den realisierten Ergebnissen abweicht und in Bezug auf die absoluten Zahlen insgesamt zu optimistisch war. Dies bestätigt sich auch auf Basis der aktuellen Abweichungsanalyse der jüngsten Ergebnisse per August 2024 (für das Segment Europa). Die geplanten Kostenquoten hingegen weisen eine hohe Planungstreue auf, jedoch kann der niedrigere Umsatz nicht allein über geringere Fixkosten kompensiert werden.

4. Analyse der Planung

a) Vorbemerkung

295. Das Bewertungsobjekt umfasst die home24 SE sowie alle weiteren (mittelbaren) Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. der Sonderwerte zusammen. Im vorliegenden Fall liegt kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen vor, dem ein Wert beizumessen ist.
296. Die von der Gesellschaft erstellte Planung, die der Bewertung zugrunde liegt, untergliedert sich in die drei Segmente home24, Butlers (beide Segmente zusammen: Segment Europa) und Mobly (Segment LatAm). Die Planungsrechnung der Segmente **home24** und **Butlers** umfasst eine Budgetplanung für das Jahr 2024 und eine Mittelfristplanung für die Jahre 2025 bis 2028. Die Planungsrechnung des Segments **LatAm** umfasst eine Budgetplanung für das Jahr 2024 und eine Mittelfristplanung für die Jahre 2025 bis 2030. Die erwarteten Synergien aus dem Zusammenschluss von Mobly mit Tok&Stok, Sao Paulo/Brasilien wurden in einer separaten Planung berücksichtigt, hingegen die erwarteten Synergien aus der Übernahme der home24-Gruppe durch XXXLutz in der der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung enthalten sind.
297. Die Bewertungsgutachterin hat in Abstimmung mit der Gesellschaft eine Zusammenführung der Planungen für die drei Bereiche vorgenommen. Um den unterschiedlichen Planungshorizont der Bereiche home24 und Butlers (bis 2028) sowie LatAm (bis 2030) Rechnung zu tragen, hat die Bewertungsgutachterin eine Fortschreibung der Planungsrechnungen der Bereiche home24 und Butlers bis 2030 auf Basis pauschaler Annahmen und in Abstimmung mit der Gesellschaft vorgenommen.

298. Ferner hat die Bewertungsgutachterin die Stand-alone-Planung des Segments LatAm um Synergien aus dem Zusammenschluss von Mobly mit Tok&Stok ergänzt sowie eine Umrechnung der Planungsrechnung des Bereichs LatAm unter Anwendung von Wechselkursprognosen vorgenommen.
299. Im Ergebnis wurde der Ertragswert des operativen Geschäfts für die home24 SE auf der Basis einer unter Anwendung von IFRS durch die Bewertungsgutachterin verdichteten Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2024 bis 2030 ermittelt.

Synergien

300. Die bewertungsrelevante Planungsrechnung beinhaltet zum einen Synergien aus der Übernahme der home24-Gruppe durch XXXLutz. Diese Synergien betreffen hauptsächlich das Segment home24. Zum anderen sind Synergien im Segment LatAm aus dem Zusammenschluss von Mobly mit Tok&Stok enthalten.
301. Die Synergien auf Ebene des Segments home24 mit der XXXLutz sind in der unternehmenseigenen Planungsrechnung für den Bereich enthalten. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um bessere Konditionen in der Warenbeschaffung sowie der Finanzierung und Kostenvorteile beim Marketing für home24-Produkte. Wir haben die uns im Zusammenhang mit den Synergien auf Ebene des Segments home24 erstellten Planungsunterlagen analysiert und keine offensichtlichen Unplausibilitäten festgestellt. Wir weisen darauf hin, dass wir Synergien ausschließlich auf Ebene des Segments home24 untersucht haben.
302. Die bewertungsrelevanten Synergien auf Ebene des Segments LatAm wurden durch die Bewertungsgutachterin aus der Unternehmensplanung der kombinierten Unternehmen Mobly und Tok&Stok vom 25. April 2024 abgeleitet. Sie betreffen sowohl Umsatz- als auch Kostensynergien. Die Synergien wurden durch die Bewertungsgutachterin additiv auf die Stand-alone-Planung von Mobly aufgeschlagen. Die Bewertungsgutachterin erachtet die geplanten Synergien auf Basis ihrer Analysen als ambitioniert. Im Rahmen der vorliegenden Bewertung hat sie die geplanten Synergien gewürdigt und in der von ihr erwarteten Höhe berücksichtigt. Die Bewertungsgutachterin weist im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss von Mobly und Tok&Stok neben den geplanten Synergien auch darauf hin, dass Tok&Stok hoch verschuldet ist, 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.
303. Wir haben eigene Untersuchungen und Analysen hinsichtlich der Synergien im Segment LatAm durchgeführt. Neben einer Analyse von Wachstumsraten des brasilianischen Marktes

für Home&Living-Produkten (vgl. Tz. 175 ff.) haben wir die Börsenkursentwicklung der Mobly analysiert. Der Börsenkurs der Mobly zeigt seit Bekanntgabe der Transaktion im September 2023 und der Bekanntgabe der Synergien aus dem Zusammenschluss mit Tok&Stok (August 2024) tendenziell eine rückläufige Kursentwicklung. Insofern scheint es zumindest seitens des Kapitalmarktes als fragwürdig, ob die geplanten Synergien in vollem Umfang realisiert werden können. Auch externe Analystenschätzungen geben keine Hinweise auf einen erwarteten Anstieg des Börsenkurses (vgl. Morgan Stanley, „Mobly+Tok/&Stok: Announced Consolidation in Brazil Home & Furniture Retail, 11. August 2024). Insofern teilen wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin dahingehend, dass die Synergien aus der Unternehmensplanung der kombinierten Unternehmen Mobly und Tok&Stok als ambitioniert anzusehen sind.

Wechselkursprognose

304. Die brasilianische Tochtergesellschaft, Mobly, hat den brasilianischen Real als funktionale Währung. Insofern wurde die Planung für das Segment LatAm in brasilianischen Real erstellt. Im Rahmen der Integration der Planung des Segments LatAm in die Konzernplanung wurde eine Umrechnung in Euro vorgenommen.
305. Für das erste Planjahr 2024 erfolgte eine unternehmenseigene Umrechnung für das Segment LatAm zum Kassakurs mit Stand vom Oktober 2023 von 5,35 BRL/EUR. Für die Folgejahre liegt keine Unternehmensplanung auf Konzernebene vor. Daher hat die Bewertungsgutachterin eine Prognose des BRL/EUR-Wechselkurses, sowohl für das erste Planjahr als auch für die Folgejahre vorgenommen.
306. Zur Ableitung der Wechselkursprognose hat die Bewertungsgutachterin mehrere Methoden angewandt. Hierbei handelt es sich um die Prognose der Planwechselkurse auf Grundlage von (i) Inflationsunterschieden (relative Kaufkraftparität), (ii) Terminkursen bzw. Forwardwechselkursen (Zinsparität) und (iii) Analystenschätzungen (Fundamentalanalyse). Den Inflationsniveauprognozen für den Euroraum sowie für Brasilien, die für erste Methode erforderlich sind, lagen wiederum von Bloomberg abgefragte Analystenschätzungen zugrunde. Die Daten für die Terminkurse als auch für die Analystenschätzungen zu zukünftigen Wechselkursen wurden ebenfalls von Bloomberg abgefragt. Wir konnten die von der Bewertungsgutachterin abgefragten Daten jeweils nachvollziehen.

307. Die auf Grundlage der dargestellten Methoden von der Bewertungsgutachterin ermittelte Wechselkursprognose stellt sich für den Zeitraum 2024 bis 2028 wie folgt dar.

Wechselkursprognose	2024	2025	2026	2027	2028
EUR/BRL	5,80	6,10	6,26	6,43	6,59

Quelle: RSM Ebner Stolz

Tabelle 12: Wechselkursprognose EUR/BRL

308. Die Wechselkursprognose wurde zum Stichtag 18. September 2024 erstellt. Der Stichtagskurs zum 18. September 2024 lag bei 6,07 BRL/EUR. Der durchschnittliche Wechselkurs im Zeitraum vom 1. Januar bis 18. September 2024 lag bei 5,69 BRL/EUR.

309. Für das erste Planjahr 2024 wurde ein Wechselkurs von 5,80 BRL/EUR ermittelt. Dieser enthält anteilig den jahresdurchschnittlichen Ist-Wechselkurs zum Auswertungsstichtag (year-to-date) von 5,69 BRL/EUR. Der restliche Jahresanteil wird aus dem arithmetischen Mittelwert aus den Wechselkursprognosen gemäß den drei Methoden berechnet. Für die Folgejahre 2025 bis 2028 erfolgte die Wechselkursprognose ohne Berücksichtigung von Terminkursen bzw. Forwardwechselkursen mit der Begründung, dass ein deutlicher Anstieg der Terminkurse bzw. Forwardwechselkurse ab dem zweiten Planjahr 2025 zu beobachten ist. Dies kann nach unserer Einschätzung auf eine niedrigere Marktliquidität für längere Forwardzeiträume zurückzuführen sein, die im Ergebnis zu verzerrten bzw. nur eingeschränkt aussagefähigen Kursen führen kann. Den Wechselkursprognosen von 2025 bis 2028 liegen insofern erwartete Wechselkurse unter Berücksichtigung der Inflationsunterschiede in beiden Währungsräumen und Analystenschätzungen zum Wechselkurs zugrunde.

310. Wir erachten das Vorgehen der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung der Wechselkursprognose im vorliegenden Fall für sachgerecht. Ein ausschließliches Abstellen auf Termin- bzw. Forwardwechselkurse, könnte zum Ansatz von verzerrten bzw. nur eingeschränkt aussagefähigen Kursen führen. Zudem weisen wir darauf hin, dass eine Berücksichtigung der von Termin- bzw. Forwardwechselkursen ab dem Jahr 2025 insgesamt zu höheren Wechselkursen (BRL/EUR) führen würde. Grundsätzlich würde es sich somit bei der Berücksichtigung von Forwardwechselkursen um eine wertmindernde Annahme handeln.

b) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)

311. Zur Beurteilung der Planung der home24 SE haben wir auf der Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern der home24 SE sowie der Bewertungsgutachterin RSM Ebner Stolz Plausibilisierungsgespräche geführt.
312. In der folgenden Übersicht stellen wir die konsolidierte Planungsrechnung für den home24-Konzern im Detailplanungszeitraum von 2024 bis 2030 bis zum EBIT in Euro nach IFRS dar.
313. Während die Planungen der Segmente home24 und Butlers in Euro erstellt wurden, wurde die Planung des Segments LatAm in brasilianischem Real erstellt und durch die Bewertungsgutachterin in Euro umgerechnet. Zur Prognose der Planwechselkurse hat RSM Ebner Stolz Prognosekurse auf Basis von Inflationsunterschieden (relative Kaufkraftparität), Terminkursen (Zinsparität) und Analystenschätzungen (Fundamentalmodelle) ermittelt.
314. Die Bewertungsgutachterin hat außerdem in der bewertungsrelevanten Planungsrechnung im Segment LatAm die im Abschnitt D.IV.4.a) genannten Umsatz- und Kostensynergien aus dem Zusammenschluss von Mobly und Tok&Stok berücksichtigt.
315. Die bewertungsrelevante Planungsrechnung des home24-Konzerns stellt sich für den Zeitraum von 2024 bis 2030 im Vergleich zum bereinigten historischen Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

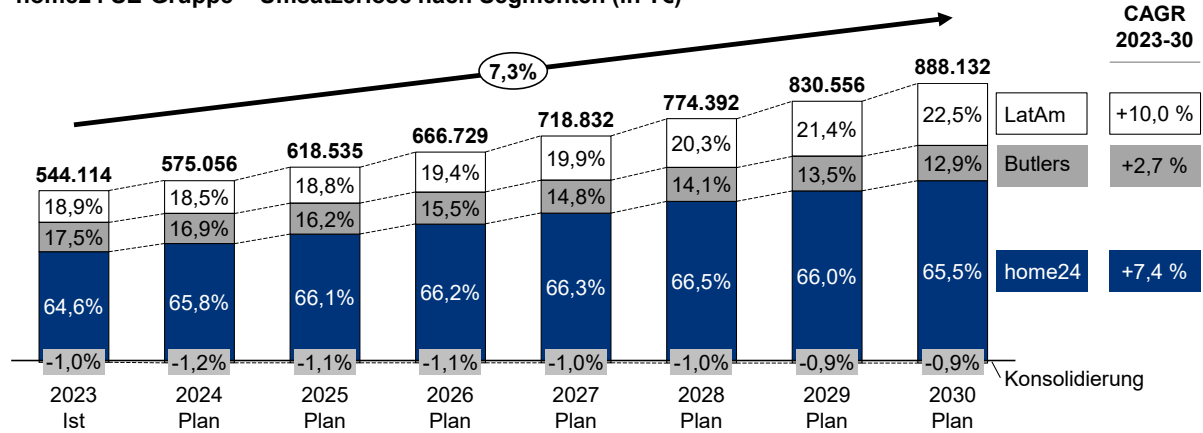
home24 SE	IST	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
Gewinn- u. Verlustrechnung	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2023-30
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	%
Umsatzerlöse	544.114	575.056	618.535	666.729	718.832	774.392	830.556	888.132	7,3
Wachstum in %		5,7	7,6	7,8	7,8	7,7	7,3	6,9	
Umsatzkosten	-267.208	-267.867	-285.440	-305.424	-327.624	-351.451	-377.364	-403.874	6,1
Rohrertrag	276.906	307.189	333.095	361.304	391.208	422.942	453.192	484.258	8,3
in % der Umsatzerlöse	50,9	53,4	53,9	54,2	54,4	54,6	54,6	54,5	
Fulfillmentkosten	-77.505	-77.236	-81.687	-87.484	-93.877	-101.122	-108.154	-115.230	5,8
in % der Umsatzerlöse	-14,2	-13,4	-13,2	-13,1	-13,1	-13,1	-13,0	-13,0	
Marketingausgaben	-78.083	-84.679	-89.210	-95.135	-101.435	-108.132	-115.894	-123.755	6,8
in % der Umsatzerlöse	-14,4	-14,7	-14,4	-14,3	-14,1	-14,0	-14,0	-13,9	
Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen	-99.651	-100.828	-100.493	-103.524	-107.290	-111.327	-117.860	-124.711	3,3
in % der Umsatzerlöse	-18,3	-17,5	-16,2	-15,5	-14,9	-14,4	-14,2	-14,0	
EBITDA	21.667	44.445	61.704	75.161	88.606	102.361	111.284	120.562	27,8
in % der Umsatzerlöse	4,0	7,7	10,0	11,3	12,3	13,2	13,4	13,6	
Abschreibungen	-57.600	-54.337	-51.631	-45.951	-47.872	-50.229	-51.512	-52.187	-1,4
in % der Umsatzerlöse	-10,6	-9,4	-8,3	-6,9	-6,7	-6,5	-6,2	-5,9	
EBIT	-35.933	-9.892	10.073	29.210	40.734	52.132	59.773	68.375	n.a.
in % der Umsatzerlöse	-6,6	-1,7	1,6	4,4	5,7	6,7	7,2	7,7	

Quelle: home24-Gruppe, RSM Ebner Stolz

Tabelle 13: Bewertungsrelevante Planungsrechnung der home24-Gruppe im Zeitraum von 2024 bis 2030

316. Gemäß Planungsrechnung steigert der home24-Konzern die **Umsatzerlöse** im Detailplanungszeitraum von 544.114 T€ in 2023 um durchschnittlich 7,3 % p.a. auf 888.132 T€ in 2030. Der Umsatz setzt sich aus den drei Segmenten home24, Butlers und LatAm zusammen, die nachfolgend dargestellt werden:

home24 SE-Gruppe – Umsatzerlöse nach Segmenten (in T€)



Quelle: home24 SE; IVA-Darstellung

Abbildung 27: Umsatzerlöse im Planungszeitraum nach Segmenten¹⁹

317. Aus der Abbildung geht hervor, dass das Segment home24 über den gesamten Planungszeitraum etwa zwei Drittel der Umsatzerlöse beisteuert. Während der übrige Anteil im Budgetjahr 2024 hälftig von den beiden Segmenten Butlers und LatAm beigetragen wird, wachsen die Umsatzerlöse des Segments LatAm über den Planungszeitraum überproportional und erreichen in 2030 einen Umsatzanteil von 22,5 %. Der Umsatzanteil von Butlers reduziert sich dagegen auf 12,8 % in 2030.
318. Die Umsatzerlöse des Segments **home24** erhöhen sich von 351.729 T€ in 2023 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 7,4 % p.a. auf 581.424 T€ in 2030. Das Management erwartet, dass der Online-Handel im Möbelbereich weiter an Bedeutung gewinnt und dass home24 von diesem Trend profitieren kann. Im Budgetjahr wird eine differenzierte Planung für den Online-Handel vorgenommen, die zwischen dem eigenen Webshop und dem Marktplatzgeschäft unterscheidet. Für den Webshop rechnet das Management mit einem moderaten Wachstum, was auf ein herausforderndes Marktumfeld und eine allgemeine Kaufzurückhaltung der Kunden zurückzuführen ist. Im Gegensatz dazu verzeichnet das Marktplatzgeschäft im Vergleich zum Vorjahr ein deutliches Wachstum. Dieses Wachstum ist auf die Erweiterung des Produktsortiments, die Aufnahme neuer Anbieter und eine Erhöhung der Provisionsquote zurückzuführen. Der Anteil des Marktplatzgeschäfts an den

¹⁹ Die Online-Shops der Segmente Butlers und home24 wurden im Oktober 2023 zusammengelegt und werden seither im Segment home24 ausgewiesen. Dabei werden die Butlers-Produkte durch home24 von Butlers bezogen und über den home24-Webshop an die Endkunden verkauft. Das Segment Butlers enthält somit Intercompany-Umsätze mit home24. Die in der Abbildung dargestellten Werte für 2023 berücksichtigen zwecks besserer Vergleichbarkeit für den Zeitraum von Januar bis September 2023 eine überschlägige Umgliederung der Online-Umsätze vom Segment Butlers hin zum Segment home24.

Umsatzerlösen wird 2024 erheblich zunehmen, bleibt jedoch im Vergleich zu den Erlösen aus dem Webshop nach wie vor von untergeordneter Bedeutung, da home24 hier von den Anbietern lediglich eine Provision erhält und nicht – wie beim eigenen Webshop – den Warenwert als Umsatz vereinnahmt. Das Marktplatzgeschäft bietet neben einem Umsatzbeitrag vor allem die Möglichkeit, schneller auf sich ändernde Trends und Kundenwünsche zu reagieren. Erfolgreiche Produkte können in das eigene Sortiment integriert und über den Webshop vertrieben werden. Unsere Analysen auf Basis der Ist-Zahlen (nach HGB) per August 2024 zeigen, dass die Ist-Umsatzerlöse im Segment home24 um etwa 11,1 % unter dem geplanten Budget bis August 2024 liegen.

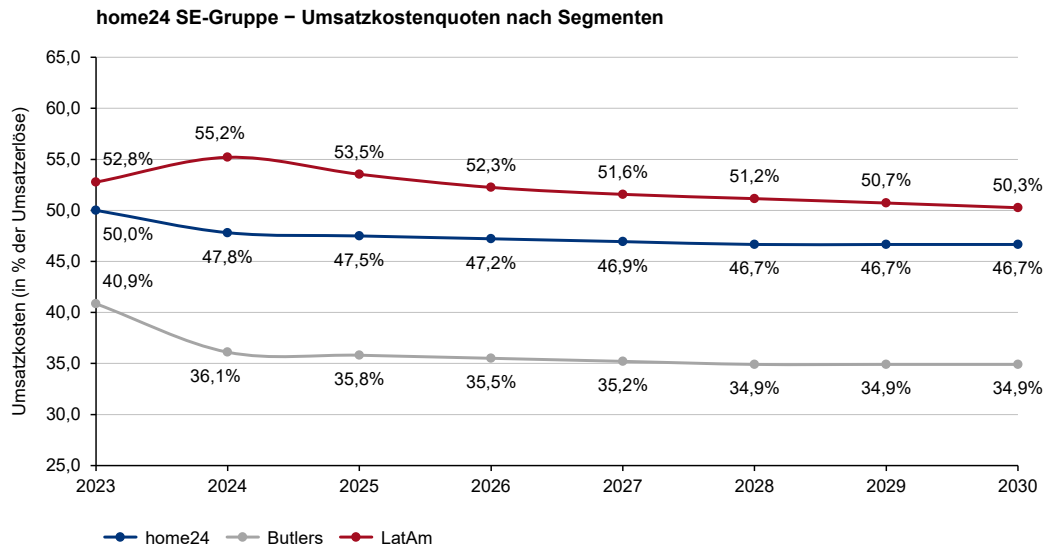
319. Zwischen 2025 und 2028 erwarten sowohl der Webshop als auch das Marktplatzgeschäft Umsatzwachstumsraten von etwa 8,0 % p.a. In diesem Planungszeitraum sind keine weiteren Verschiebungen im Umsatzmix zwischen den beiden Vertriebskanälen vorgesehen. Das Wachstum basiert auf einer zunehmenden Marktdurchdringung im Online-Möbelhandel, der Erweiterung des Produktsortiments sowie einer Optimierung des bestehenden Portfolios. Darüber hinaus plant das Management die Einführung neuer, innovativer Technologien, darunter Möglichkeiten im Bereich Augmented Reality, um das Online-Einkaufserlebnis für Kunden zu verbessern. Weitere Wachstumschancen sieht das Management in der stärkeren Monetarisierung der eigenen Webseite, bspw. durch den Verkauf von Werbebannern oder gesponserten Listings im Marktplatzgeschäft, wo Drittanbieter ihre Sichtbarkeit bei der Produktsuche gegen Bezahlung erhöhen können. Eine geografische Expansion ins Ausland ist nicht vorgesehen. In den Jahren 2029 und 2030 werden Umsatzwachstumsraten i.H.v. 6,5 % bzw. 6,0 % angenommen.
320. Die Umsatzplanung im Segment **Butlers** erfolgt für das Budgetjahr 2024 differenziert nach Filialen im In- und Ausland, Franchise, Umsätze aus Onlineshop sowie dem Großhandelsgeschäft. Über 80 % der Umsatzerlöse in diesem Segment stammen aus dem Filialgeschäft, insbesondere dem inländischen Filialgeschäft. Für das Budgetjahr 2024 plant das Management einen Umsatz von 97.265 T€, was (nach Bereinigung der Umsatzerlöse des Webshops) einem Wachstum von 2,1 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Dieses Wachstum wird hauptsächlich durch das inländische Filialgeschäft gefördert, unterstützt von Jubiläumskampagnen zum 25. Geburtstag von Butlers sowie der Eröffnung von drei neuen Butlers-Stores in XXXLutz-Filialen. Im Filialgeschäft sieht das Management für das Budgetjahr 2024 vier Schließungen und fünf Neueröffnungen vor. Dieser Prozess ist Teil einer kontinuierlichen Optimierung des Filialnetzes. Das Franchisegeschäft wird aufgrund von zwei geplanten Schließungen, die nicht ersetzt werden, einen leichten Rückgang verzeichnen. Das verbleibende Onlineshopgeschäft, insbesondere über Marktplätze wie amazon.com, wird aufgrund einer SAP-Umstellung und einer temporär fehlenden Anbindung an Marktplätze, ebenfalls leicht rückläufig geplant. Im Großhandelsgeschäft wird ein leichtes Umsatzwachstum angenommen, das eine Rückkehr zu einem historisch durchschnittlichen Umsatzniveau

reflektiert. Unsere Analysen auf Basis der Ist-Zahlen (nach HGB) per August 2024 zeigen, dass die Ist-Umsatzerlöse im Segment Butlers um etwa 9,2 % unter dem geplanten Budget bis August 2024 liegen.

321. Im Zeitraum von 2025 bis 2028 steigen die Umsatzerlöse konstant mit 3,0 % p.a. in einem nach Einschätzung des Managements eher schrumpfenden Markt. Der Umsatzanstieg ist auf eine Optimierung des Filialnetzes sowie eine steigende Anzahl von Filialen zurückzuführen. Als mögliche Standorte von Filialen werden aus Gründen der Wirtschaftlichkeit Städte mit einer Einwohnerzahl von über 100.000 in Erwägung gezogen. Ab 2029 konvergiert die Umsatzwachstumsrate hin zur nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 %. Das Segment Butlers erreicht im letzten Planjahr 2030 ein Umsatzniveau von 114.454 T€.
322. Im Segment **LatAm** wird ausschließlich die in Brasilien tätige Tochtergesellschaft Mobly berücksichtigt. Die Umsatzplanung im Segment LatAm erfolgt für den gesamten Planungszeitraum differenziert nach Online-Handel (Webshop, Market Place und Seller Center) und dem stationären Handel (Megastores, Mobly Outlet und Mobly Zip). Während über den Webshop Mobly-Produkte direkt vertrieben werden, handelt es sich beim Market Place um einen Vertriebskanal, bei dem Mobly-Produkte über einen Drittmarktplatz wie etwa MercadoLibre vertrieben werden. Beim Seller Center handelt es sich um einen Vertriebskanal, bei dem Produkte von Drittanbietern über die Mobly-Plattform vertrieben werden können (vergleichbar mit dem Marktplatzgeschäft der home24). Bei Mobly Megastores und Mobly Outlets handelt es sich um die stationären Möbelhäuser der Mobly, während es sich bei Mobly Zip um eine Art Franchise-Konzept handelt. Für Mobly stellen der Webshop, der Market Place und die Megastores die umsatzstärksten Vertriebskanäle dar. Während die Planung des Online-Handels auf Grundlage von einer Reihe von Parametern wie etwa den Kundenbesuchszahlen der Mobly-Webseite, Konversionsraten sowie der Höhe des Warenkorbs abgeleitet wurde, erfolgt die Umsatzplanung des stationären Handels auf Basis von Parametern wie etwa der Anzahl der Filialen und Verkaufswert je Quadratmeter. Neben der Stand-alone-Planung von Mobly hat die Bewertungsgutachterin in den dargestellten Umsätzen auch Synergien aus dem Zusammenschluss mit dem brasilianischen Wettbewerber Tok&Stok berücksichtigt.
323. Während die Umsatzerlöse des Segments im Budgetjahr 2024 im Vorjahresvergleich um 3,5 % ansteigen und ein Niveau von 106.244 T€ erreichen, steigen sie über den Zeitraum von 2024 bis 2030 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 13,2 % p.a. und erreichen in 2030 ein Umsatzniveau von 200.200 T€. Das Umsatzwachstum ist neben dem Anstieg im Online-Geschäft, insbesondere über den Webshop und den Marketplace auf die Ausweitung der Umsatzerlöse aus dem stationären Vertrieb, insbesondere über die Megastores zurückzuführen. In den genannten drei Vertriebskanälen sollen die Umsatzerlöse über den gesamten Planungszeitraum im Durchschnitt jährlich zweistellig wachsen. Im

Vertriebskanal Webshop soll das Umsatzwachstum neben dem allgemeinen Marktwachstum durch eine Verbesserung bei der Kundengewinnung sowie durch eine Reduzierung der Retourenquote erzielt werden. Im Vertriebskanal Market Place sollen neben dem bisher genutzten Drittmarktplatz weitere Drittmarktplätze bedient werden. Beim bisher genutzten Drittmarktplatz sollen die Lieferzeiten durch Cross Docking verkürzt werden und damit den Absatz fördern. Darüber hinaus sind weitere Optimierungen wie etwa eine Steigerung der durchschnittlichen Warenkörbe sowie eine Verbesserung der Retourenquote geplant. Im stationären Handel plant das Management der Mobly mit einer Ausweitung des Megastores-Netzes um jährlich eine Filiale, die sich im Planungszeitraum von 9 auf 16 Megastores erhöhen sollen. Durch eine gute Beratung der Filialmitarbeiter soll zudem der Warenkorb je Kunde über dem Inflationsniveau zunehmen. Die übrigen Vertriebskanäle (Seller Center, Mobly Outlets, Mobly Zip) sind vergleichsweise von untergeordneter Bedeutung.

324. Die Planungsrechnung berücksichtigt im Budgetjahr 2024 in den Umsatzerlösen eine **Konsolidierung** i.H.v. 6.752 T€, die insbesondere aus die Liefer- und Leistungsbeziehungen zwischen Butlers und home24 im Rahmen des Verkaufs von Butlers-Produkten über den hom24-Webshop zurückzuführen sind. Die Bewertungsgutachterin hat in Abstimmung mit dem Management der home24 für die Folgejahre (2025 bis 2030) die Konsolidierungsumsätze auf Basis der Wachstumsraten der Umsatzerlöse des Segments Butlers fortgeschrieben.
325. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die geplanten Umsatzerlöse der home24-Gruppe unter Berücksichtigung der Ist-Umsatzentwicklung als zu optimistisch. Die Umsatzerlöse liegen per Ende August 2024 für die home24-Gruppe um rd. 10 % unter dem Budget. Unter Berücksichtigung der aktuellen Konsumzurückhaltung in Deutschland und der Tatsache, dass der Kauf von Möbeln und Wohnaccessoires zu den diskretionären Konsumausgaben zählt (vgl. Tz. 166 f.), ist es unseres Erachtens ambitioniert, das bestehende Umsatzdefizit bis Ende des Jahres vollständig auszugleichen. Mit Blick auf den Zeitraum ab 2025 halten wir daher den Aufsattpunkt für ambitioniert, während wir die für den Zeitraum von 2025 bis 2030 geplanten Umsatzwachstumsraten im Vergleich zum erwarteten Marktwachstum (vgl. Tz. 168, 172) sowie im Wettbewerbsvergleich (vgl. Tz. 195 f.) als plausibel erachten.
326. Die **Umsatzkosten** bestehen im Wesentlichen aus den Kosten für den Wareneinkauf sowie aus den Liefer- und Verbringungskosten (inkl. Containerkosten) der eingehenden Waren. Die nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der Umsatzkostenquoten im Planungszeitraum nach Segmenten dar:



Quelle: home24 SE; IVA-Darstellung

Abbildung 28: Umsatzkostenquote der home24-Gruppe nach Segmenten

327. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Umsatzkosten im Vergleich zu den Umsatzerlösen im Planungszeitraum unterproportional zunehmen. Dies führt insgesamt zu einer Verbesserung der Umsatzkostenquote von 49,1 % in 2023 auf 45,5 % in 2030. Im Wesentlichen ist dies auf Einkaufskostenvorteile durch die Zusammenarbeit mit XXXLutz zurückzuführen. Die verbesserten Konditionen aus dem gemeinsamen Einkaufsverbund bildet die wesentliche Synergie zwischen der XXXLutz und der home24-Gruppe. Während die nachlaufenden Konditionen (Einkaufsverbundsausschüttungen) direkt messbar sind, sind eventuelle Verbesserungen in den Preisverhandlungen mit Lieferanten infolge der besseren Verhandlungsposition nicht bezifferbar. Die Vorteile aus dem Einkaufsverbund betreffen aufgrund der hohen Überschneidungen des Produktsortiments und des vergleichbaren Preisniveaus mit XXXLutz vor allem das Segment home24, wohingegen die Überschneidungen im Produktsortiment zwischen XXXLutz und Butlers nur gering sind bzw. das Preisniveau der Waren von XXXLutz und Mobly und damit die verkauften Produkte voneinander abweichen und daher nur geringe Synergiepotenziale erzielt werden können. Neben dem Effekt des Einkaufsverbunds führt im Planjahr 2024 insbesondere die Ausweitung des Marktplatzgeschäfts zu einer Verbesserung der Umsatzkostenquote, da hierbei umsatzseitig Provisionserträge generiert werden, denen aber keine Umsatzkosten gegenüberstehen. Zudem führen die Größenvorteile aus dem geplanten Wachstum zu einer weiteren kontinuierlichen Verbesserung der Umsatzkostenquote. Im Segment Butlers sinkt die Umsatzkostenquote aufgrund der Annahme von günstigeren Einkaufskonditionen, die auf bessere Nachverhandlungen zurückzuführen sind. Die Umsatzkostenquote bei Mobly sinkt durch einen stärkeren Warenimport sowie durch eine sukzessive Ausweitung ihres

Eigenmarkensortiments mit höheren Margen. Zusätzlich werden bei Mobly Kostensynergien im Zusammenschluss mit Tok&Stok berücksichtigt (siehe Tz. 300 ff.).

328. Die **Fulfillmentkosten** bestehen im Wesentlichen aus den Logistikkosten, die sich aus den Aufwendungen für den Warenversand/Frachtkosten, das Warenhandling, die Verpackung sowie Leistungen an Lagermitarbeiter und für bezogene Zeitarbeit zusammensetzen. Außerdem gehören die Aufwendungen für die Zahlungsabwicklung zu den Fulfillmentkosten, spielen jedoch eine vergleichsweise untergeordnete Bedeutung. Die Logistikkosten wurden maßgeblich von der Entwicklung der Frachtkosten sowie der Kosten der eigenen Lieferflotte geprägt. Nach dem historisch hohen Niveau der Frachtkosten im Jahre 2021 während der Corona-Pandemie aufgrund der hohen Kundennachfrage und den internationalen Lieferkettenproblemen sind die Frachtkosten inzwischen wieder zurückgegangen. Neben dieser günstigeren Marktentwicklung hat die home24-Gruppe ihre eigene Auslieferinfrastruktur ausgebaut, um externe Logistikkosten einzusparen. Im Budgetjahr 2024 entwickeln sich die Fulfillmentkosten im Vergleich zu den Umsatzerlösen günstiger, was vor allem auf eine Verbesserung der Logistikkostenquote im Segment home24 durch die Ausweitung des Marktplatzgeschäfts zurückzuführen ist. Mit dem Marktplatzgeschäft werden Provisionserträge erzielt, denen weder Umsatzkosten noch Logistikkosten gegenüberstehen. Darüber hinaus soll der Anteil der Direktlieferungen zunehmen, wobei Kunden vermehrt direkt durch die Hersteller beliefert werden. Im Segment Butlers fallen unter Logistikkosten insbesondere Kosten für das Warenhandling und -transporte sowie Aufwendungen des Logistik-Personals. Lieferkosten spielen hingegen im stationären Handel eine unbedeutende Rolle. Der Rückgang der Logistikkosten in 2024 im Segment Butlers ist einerseits auf die Verlagerung des Butlers-Webshops zu home24 sowie auf Einsparungen beim Logistik-Personal zurückzuführen. Ab 2025 werden in den Segmenten home24 und Butlers konstante Logistikkostenquoten angenommen. Im Segment LatAm wird über den gesamten Planungszeitraum hinweg eine leichte Verbesserung der Logistikkostenquote erwartet, die auf die Annahme von Kostenvorteilen bei der Belieferung basiert.
329. Die **Marketingkosten** enthalten Kosten für das Performance-Marketing sowie klassische Massenmedienwerbung („Above-the-line-Marketing“) und betreffen in erster Linie das Segment home24. Im Performance Marketing wird der Erfolg einer Marketingkampagne direkt gemessen und ausgewertet, basierend auf messbaren Ergebnissen wie etwa Klicks auf der Webseite oder Verkäufen. Die Gesellschaft steuert die Marketingkosten anhand der Kennzahl „Return on Marketing Spent“²⁰. Im Zeitraum von 2024 bis 2030 verbessert sich die Marketingkostenquote von 14,7 % auf 13,9 % und erreicht im letzten Planjahr 123.755 T€. Die

²⁰ Die Kennzahl „Return on Marketing Spent“ misst, wie viel Deckungsbeitrag eine Marketingkampagne im Verhältnis zu den dafür aufgewendeten Kosten generiert. Ein Wert von 1,5 würde beispielsweise bedeuten, dass für jeden investierten Euro 1,50 Euro Deckungsbeitrag zurückkommen.

Marketingkosten sind im Wesentlichen dem Segment home24 zuzuordnen. Die Marketingkostenquote verringert sich im Planungszeitraum aufgrund einer Verbesserung der Marketingeffizienz mit zunehmendem Bekanntheitsgrad. Darüber hinaus wird angenommen, dass Werbungen in den Werbeprospekten der XXXLutz platziert werden können und dadurch mit geringerem Marketingaufwand höhere Umsatzerlöse generiert werden können. Darüber hinaus sollen Werbeflächen auf der eigenen Webseite verkauft werden und dadurch Umsätze generiert werden, die als „negative“ Marketingausgaben berücksichtigt wurden. Die Marketingkosten im Segment Butlers hingegen sind von untergeordneter Bedeutung, da Butlers über Filialen in guten Innenstadtlagen mit einer hohen Kundenfrequenz verfügt. Mit dem Umzug des Butlers-Webshops zu home24 entfallen für das Segment Butlers die Marketingkosten für das Online-Marketing, was hier zu einer Reduzierung der Marketingausgaben im Budgetjahr 2024 führt. Über den Planungszeitraum wurde für Butlers eine konstante Marketingkostenquote unterstellt. Im Segment LatAm wird ein Rückgang der Marketingkostenquote durch Effizienzsteigerungen unterstellt, indem durch eine Verbesserung der Webseite höhere Conversion-Raten generiert werden sollen.

330. Die **Vertriebs- und Verwaltungskosten** bestehen über den gesamten Planungszeitraum zu rd. 70,0 % aus Personalkosten, sowohl für eigene Mitarbeiter als auch für freie Mitarbeiter und zu rd. 30,0 % aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen („OpEx“) wie etwa die Standortkosten (Lager, Filialen, Büros)²¹, Kosten für Software, Rechts- und Beratungskosten, Reisekosten sowie Versicherungsbeiträge. Die Kostenquote verbessert sich im Planungszeitraum von 17,5 % in 2024 auf 14,0 % in 2030 und erreicht 124.711 T€. Die Verbesserung ist insbesondere auf eine Verbesserung der Personalkostenquote in den Segmenten home24 und LatAm sowie auf eine Verbesserung der OpEx-Quote in allen drei Segmenten zurückzuführen. Im Segment home24 wurden die Personalkosten in Höhe der halben Wachstumsrate (d.h. 4,0 % p.a.) der Umsatzerlöse fortgeschrieben. Eine detaillierte Personalplanung mit Mitarbeiterzahl liegt nicht vor. Im Segment Butlers bilden die Personalkosten aufgrund des Charakters des stationären Handels einen wesentlichen Aufwandsposten. Die für 2024 geplanten Filialschließungen und -Neueröffnungen werden in den Personalkosten widerspiegelt. Im Planungszeitraum steigen die Personalkosten im Segment Butlers mit einer Wachstumsrate von 3,0 % p.a. und entsprechen der Wachstumsrate der Umsatzerlöse. In den Personalaufwendungen im Segment LatAm werden neben den Gehaltssteigerungen die geplanten Eröffnungen von weiteren Megastores widerspiegelt.
331. Insgesamt führen die Umsatzplanung und die unterproportional steigenden Aufwendungen zu einem Anstieg der erwarteten **EBITDA**-Marge von 4,0 % im Geschäftsjahr 2023 auf 13,6 % im

²¹ Es handelt sich bei den Standortkosten um die nicht nach IFRS 16 aktivierbaren Mietnebenkosten sowie Aufwendungen für Instandhaltungen und Reparaturen.

letzten Planjahr 2030. Im Abschnitt D.I.3.b) haben wir die für Vergleichsunternehmen prognostizierten EBITDA-Margen dargestellt, die im Median in einer Bandbreite zwischen 4,6 % bis 6,1 % liegen. Wir erachten die sich für die home24-Gruppe ergebende EBITDA-Marge unter Berücksichtigung der eigenen historischen EBITDA-Margen und der durchschnittlichen historischen und prognostizierten EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen (vgl. Abschnitt D.I.3.b, Tz. 197 f.) insgesamt als sehr ambitioniert.

332. Die Abschreibungen entfallen auf Sachanlagen, immaterielle Vermögenswerte (inkl. der aktivierten Entwicklungskosten) sowie auf Nutzungsrechte in Verbindung mit den aktivierten Mietverträgen für gewerbliche Immobilien nach IFRS 16. Im Planungszeitraum wurden die Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte auf Segmentebene unter Berücksichtigung der geplanten Investitionen und der entsprechenden durchschnittlichen Nutzungsdauer geplant. Die Abschreibungen auf Nutzungsrechte wurden durch die Gutachterin auf Basis der geplanten Mietzahlungen, der erwarteten Zinsentwicklung und der daraus abgeleiteten erwarteten Entwicklung der aktivierten Nutzungsrechte abgeleitet. Wir haben die Ableitung der Abschreibungen rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.
333. Insgesamt führen die beschriebenen Effekte zu einem kontinuierlichen Anstieg der erwarteten EBIT-Marge von -6,6 % im Geschäftsjahr 2023 auf 7,7 % im letzten Planjahr 2030. Im Abschnitt D.I.3.b) haben wir die für Vergleichsunternehmen prognostizierten EBIT-Margen dargestellt, die im Median in einer Bandbreite zwischen 0,8 % bis 2,9 % liegen. Wir erachten die sich ergebende EBIT-Marge unter Berücksichtigung der eigenen historischen EBIT-Margen und der durchschnittlichen historischen und prognostizierten EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen (vgl. Abschnitt D.I.3.b), Tz. 199 f.) insgesamt ebenfalls als ambitioniert.

c) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der ewigen Rente

334. Zum Ende des Planungszeitraums in 2030 liegt aus Sicht der Bewertungsgutachterin ein Gleichgewichtszustand vor, der nachhaltig fortgeschrieben werden könnte.
335. Daher wurde seitens RSM Ebner Stolz die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2031 ff. grundsätzlich auf Basis der Werte des Jahres 2030 mit der unternehmensindividuellen Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben. Ergänzend hat die Bewertungsgutachterin folgende Effekte berücksichtigt:
- Der erwartete Ergebnisbeitrag aus dem für das letzte Detailplanungsjahr 2030 geplanten Aufbau eines weiteren Megastores der brasilianischen Tochter Mobly wurde berücksichtigt.

- Effekte aus der Abschreibungssimulation, soweit diese über das Jahr 2030 hinausreichen, wurden annuitätisch berücksichtigt.

336. Die sich ergebende Erfolgsrechnung für den Zeitraum von 2024 bis 2030 und der Terminal Value ab 2031 ff. stellen sich wie folgt dar:

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Gewinn- u. Verlustrechnung	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Umsatzerlöse	575.056	618.535	666.729	718.832	774.392	830.556	888.132	897.013
Wachstum in %	5,7	7,6	7,8	7,8	7,7	7,3	6,9	1,0
Umsatzkosten	-267.867	-285.440	-305.424	-327.624	-351.451	-377.364	-403.874	-406.857
Rohrertrag	307.189	333.095	361.304	391.208	422.942	453.192	484.258	490.156
in % der Umsatzerlöse	53,4	53,9	54,2	54,4	54,6	54,6	54,5	54,6
Fulfillmentkosten	-77.236	-81.687	-87.484	-93.877	-101.122	-108.154	-115.230	-116.383
in % der Umsatzerlöse	-13,4	-13,2	-13,1	-13,1	-13,1	-13,0	-13,0	-13,0
Marketingausgaben	-84.679	-89.210	-95.135	-101.435	-108.132	-115.894	-123.755	-124.992
in % der Umsatzerlöse	-14,7	-14,4	-14,3	-14,1	-14,0	-14,0	-13,9	-13,9
Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen	-100.828	-100.493	-103.524	-107.290	-111.327	-117.860	-124.711	-125.958
in % der Umsatzerlöse	-17,5	-16,2	-15,5	-14,9	-14,4	-14,2	-14,0	-14,0
EBITDA	44.445	61.704	75.161	88.606	102.361	111.284	120.562	122.823
in % der Umsatzerlöse	7,7	10,0	11,3	12,3	13,2	13,4	13,6	13,7
Abschreibungen	-54.337	-51.631	-45.951	-47.872	-50.229	-51.512	-52.187	-52.777
in % der Umsatzerlöse	-9,4	-8,3	-6,9	-6,7	-6,5	-6,2	-5,9	-5,9
EBIT	-9.892	10.073	29.210	40.734	52.132	59.773	68.375	70.046
in % der Umsatzerlöse	-1,7	1,6	4,4	5,7	6,7	7,2	7,7	7,8

Quelle: home24 SE; RSM Ebner Stolz; IVA-Darstellung

Tabelle 14: Planungsrechnung des home24-Konzerns – Detailplanungsphase und Terminal Value

337. Insgesamt führen die beschriebenen Effekte zu einer weiteren Verbesserung der EBITDA-Marge von 13,6 % im letzten Detailplanjahr (2030) auf 13,7 % in der ewigen Rente (2031 ff.). Die EBIT-Marge verbessert sich von 7,7 % im letzten Detailplanjahr (2030) auf 7,8 % in der ewigen Rente (2031 ff.).

338. Wir konnten die Ableitung der ewigen Rente rechnerisch und inhaltlich nachvollziehen. Die Ableitung der Investitions- sowie Umsatzplanung sowie die Fortschreibung der Aufwandsgrößen erachten wir methodisch als sachgerecht.

d) Finanzergebnis

339. Das **Finanzergebnis** wurde ausgehend von der Konzernbilanz der home24 SE zum 31. Dezember 2023 und einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die einzelnen Jahre des Detailplanungszeitraums abgeleitet.

340. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung des von der Gesellschaft geplanten operativen Ergebnisses (EBIT) auf das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT).

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Gewinn- u. Verlustrechnung	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Operatives Ergebnis (EBIT)	-9.892	10.073	29.210	40.734	52.132	59.773	68.375	70.046
Finanzergebnis	-5.841	-8.261	-10.586	-11.982	-11.827	-12.688	-13.612	-13.829
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-15.733	1.812	18.625	28.752	40.305	47.085	54.762	56.217

Quelle: home24 SE; RSM Ebner Stolz; IVA-Darstellung

Tabelle 15: Planungsrechnung des home24-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis und EBT

341. Den Ausgangspunkt für die Planung des Finanzergebnisses bildeten die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2023. Hierzu zählen neben den Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 insbesondere eine verzinsliche Kaufpreisverbindlichkeit aus dem Erwerb der Butlers-Gruppe sowie Bankguthaben und hoch liquide Wertpapiere in Brasilien, die jederzeit in Zahlungsmittel umgewandelt werden können.
342. Die Bewertungsgutachterin hat das Finanzergebnis ausgehend von den der home24 SE zur Verfügung stehenden Konditionen geplant. Im Hinblick auf die variabel verzinslichen Komponenten hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit der Gesellschaft die korrespondierenden Zinszahlungen anhand der aktuellen Zinserwartungen für den EURIBOR und der vereinbarten bzw. zu erwartenden Margen berechnet, um die aktuellen Zinserwartungen abzubilden.
343. Auf dieser Basis resultiert für liquide Mittel ein Guthabenzins zwischen 1,1 % p.a. und 2,5 % p.a. für Anlagen in Deutschland bzw. 10,4 % in Brasilien. Die Kreditlinie von XXXLutz wird entsprechend der vertraglichen Vereinbarungen auf Basis des EURIBOR zzgl. einer Marge von 1,75 % p.a. verzinst. Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit der Bilanzierung von Miet- und Leasingverhältnissen nach IFRS 16 wurden auf Basis einer Fortschreibung der historischen durchschnittlichen IFRS 16-Zinssätze unter Berücksichtigung der erwarteten Veränderung des Zinsniveaus angesetzt.
344. Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin weitere zahlungswirksame Zinskomponenten aus nicht bilanzwirksamen (off balance) Sachverhalten, wie Factoring, Bankgarantien und Ratenkaufvereinbarungen, in der Planung des Finanzergebnisses berücksichtigt. Hierbei handelt es sich vor allem um Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit Ratenkaufvereinbarungen im Segment LatAm. Die Fortschreibung der entsprechenden Zinskomponenten erfolgte im Wesentlichen proportional zur geplanten Ausweitung des Geschäftsvolumens.

345. Wir haben die Ermittlung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass das Finanzergebnis insgesamt sachgerecht geplant wurde.

e) Ertragsteuern des Unternehmens

346. Die den **Unternehmenseignern** frei zur Verfügung stehenden künftigen Nettozuflüsse sind unter Abzug der Ertragsteuern des Unternehmens zu ermitteln. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. SolZ), die auf die inländischen Erträge entfallen, sowie ausländische Unternehmenssteuern.

347. Für die im Inland anfallenden Unternehmenssteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer (15,0 %) und der SolZ (5,5 %) berücksichtigt. Die Berechnung der Gewerbesteuer erfolgte mit einem durchschnittlichen Gewerbesteuerhebesatz von rd. 433 %, so dass sich ein effektiver Gewerbesteuersatz von 15,2 % ergibt. Für die in Brasilien anfallenden Unternehmenssteuern wurde ein Steuersatz von 34,0 % angesetzt.

348. Bei der Ermittlung der Ertragsteuern des Unternehmens wurden zudem wesentliche Differenzen zwischen dem handelsrechtlichen IFRS-Konzernergebnis und der steuerlichen Bemessungsgrundlage einbezogen. Diese betreffen insbesondere die unterschiedliche Bilanzierung von Leasing sowie eine Anpassung für Wirtschaftsgüter, die nur nach Steuerrecht, nicht aber im Konzernabschluss nach IFRS planmäßig abgeschrieben werden. Dabei handelt es sich um im Rahmen der Kaufpreisallokation im Zuge der Butlers-Übernahme aktivierte Marke „Butlers“ sowie Geschäfts- oder Firmenwerte, aus denen im Konzernabschluss nach IFRS keine Abschreibungen resultieren.

349. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung zum Jahresergebnis der home24 SE unter Berücksichtigung der von der Bewertungsgutachterin RSM Ebner Stolz angesetzten Ertragsteuern des Unternehmens.

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Gewinn- u. Verlustrechnung	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-15.733	1.812	18.625	28.752	40.305	47.085	54.762	56.217
Unternehmenssteuern	-26	-879	-2.535	-3.323	-5.035	-11.261	-15.540	-16.426
<i>Effektive Steuerquote</i>	<i>-0,2%</i>	<i>48,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,5%</i>	<i>23,9%</i>	<i>28,4%</i>	<i>29,2%</i>
Jahresergebnis	-15.758	933	16.090	25.429	35.270	35.824	39.222	39.791

Quelle: home24 SE; RSM Ebner Stolz; IVA-Darstellung

Tabelle 16: Planungsrechnung des home24-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis

350. Der home24-Konzern verfügte im Inland zum 31. Dezember 2023 nach den Berechnungen der Gesellschaft über nutzbare gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 75,9 Mio. € bzw. 80,9 Mio. €, die sich unter Berücksichtigung der Vorschriften zur Mindestbesteuerung (§ 10d EStG und § 10a GewStG i.V.m. § 8 Abs. 1 Satz 1 KStG) im Inland bis zum Jahr 2029 wieder vollständig abbauen sollen und in diesem Zeitraum zu einer entsprechenden Entlastung des Steueraufwands führen. Darüber hinaus wurden steuerliche Verlustvorträge in Brasilien i.H.v. 90,2 Mio. € im Bewertungskalkül berücksichtigt.
351. Die hohe effektive Steuerquote von 48,5% im Jahr 2025 ist geprägt durch ein positives steuerliches Ergebnis im Inland, dem erwartete Verluste in Brasilien gegenüberstehen. Die Entwicklung der effektiven Steuerquote in den weiteren Jahren des Planungshorizonts reflektiert den anteiligen Verbrauch von steuerlichen Verlustvorträgen sowie das Auslaufen der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge in Deutschland in den Jahren 2028 bzw. 2029. In dem in der Ewigen Rente ausgewiesenen Steueraufwand wird der weitere Verbrauch der steuerlichen Verlustvorträge in Brasilien nach dem Detailplanungszeitraum als Annuität steuerentlastend abgebildet.
352. Wir haben die Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten diese für sachgerecht. Wir haben uns insbesondere davon überzeugt, dass die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge in der Planung der Ertragsteuern des Unternehmens angemessen reflektiert sind.

f) Nicht beherrschende Anteile

353. Die home24 SE hält einen (mittelbaren) Anteil von 51,05 % an der brasilianischen Tochtergesellschaft Mobly S.A. Die übrigen 48,95 % der Mobly-Gruppe befinden sich im Besitz konzernfremder Anteilseigner. Das auf diese nicht beherrschten Anteile entfallende Ergebnis wird bei der Ableitung des Ertragswerts wie folgt berücksichtigt.

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Gewinn- u. Verlustrechnung	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresergebnis	-15.758	933	16.090	25.429	35.270	35.824	39.222	39.791
Auf nicht beherrschende Anteile entfallendes Ergebnis (Minderheitenanteile)	6.177	5.122	3.466	1.677	173	-1.608	-3.052	-3.215
Auf Gesellschafter der Muttergesellschaft entfallendes Ergebnis	-9.581	6.056	19.555	27.106	35.444	34.217	36.170	36.575

Quelle: home24 SE; RSM Ebner Stolz; IVA-Darstellung

Tabelle 17: Planungsrechnung des home24-Konzerns – Ableitung der Minderheitenanteile am Jahresergebnis und auf Gesellschafter der Muttergesellschaft entfallendes Ergebnis

354. Die Planung der auf nicht beherrschte Anteile entfallenden anteiligen Ergebnisse basiert auf der jeweiligen Planungsrechnung des Segments Mobly. Die Entwicklung des auf die Minderheiten entfallenden Ergebnisses spiegelt die Verlustsituation der Mobly-Gruppe in den ersten Planjahren wider. Einhergehend mit der geplanten deutlichen Verbesserung der Ertragskraft der Mobly-Gruppe im Zeitablauf steigend die auf nicht beherrschte Anteile entfallenden Gewinne bis zum Jahr 2030 deutlich an.

g) Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Planungsrechnung

355. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der bewertungsrelevanten Planungsrechnung der home24 untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.
356. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Planungsrechnung untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d. h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Vor dem Hintergrund unserer Erkenntnisse aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Planungsrechnung insgesamt als ambitioniert einzustufen ist.

357. Die geplanten Umsatzerlöse der home24-Gruppe erachten wir unter Berücksichtigung der Ist-Umsatzentwicklung als zu optimistisch. Sie liegen per Ende August 2024 für die home24-Gruppe um 10,0 % unter dem Budget. Unter Berücksichtigung der aktuellen Konsumzurückhaltung in Deutschland und der Tatsache, dass der Kauf von Möbeln und Wohnaccessoires zu den diskretionären Konsumausgaben zählt, ist es unseres Erachtens ambitioniert, das bestehende Umsatzdefizit bis Ende des Jahres vollständig auszugleichen. Mit Blick auf den Zeitraum ab 2025 halten wir daher den Aufsattpunkt für ambitioniert. Die für den Zeitraum von 2025 bis 2030 geplanten Umsatzwachstumsraten hingegen halten wir im Vergleich zum erwarteten Marktwachstum sowie im Wettbewerbsvergleich für plausibel. Unsere Analysen haben ebenfalls ergeben, dass die geplanten EBITDA und EBIT der home24-Gruppe deutlich über den Erwartungen der Wettbewerber liegen.
358. Vor dem Hintergrund dessen, dass eine ambitionierte Planungsrechnung nicht zu einer unangemessenen Barabfindung führt, halten wir die Planungsrechnung insgesamt für vertretbar. Wir haben keine Erkenntnisse darüber, dass Synergiepotenziale auf Ebene des Segments home24 und des Segments LatAm nicht angemessen bei der Ermittlung der Barabfindung berücksichtigt wurden.
359. Im Rahmen unserer Plausibilisierungsanalysen haben wir alternative, ebenfalls vertretbare Szenarien untersucht. In diesem Zusammenhang haben wir abweichend zur bewertungsrelevanten Planungsrechnung die im aktuellen Geschäftsjahr 2024 realisierten Umsatzerlöse bis August 2024 berücksichtigt und diese in den Folgejahren mit den ursprünglichen Umsatzwachstumsraten aus der bewertungsrelevanten Planungsrechnung fortgeschrieben (vgl. Tz. 325). Außerdem haben wir die Synergien aus der Unternehmensplanung der kombinierten Unternehmen Mobly und Tok&Stok vom 25. April 2024 in voller Höhe in unsere Szenarioanalysen einfließen lassen. Im Ergebnis unserer Analysen haben sich keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte barabfindungsrelevante Unternehmenswert nicht angemessen wäre.

5. Ableitung der Nettoausschüttungen

a) Ausschüttungsverhalten

360. In der Detailplanungsphase ist entsprechend den Empfehlungen des IDW eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und **Thesaurierungen** auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen (vgl. IDW S1, Tz. 36). Thesaurierte Mittel können etwa zur Finanzierung von Investitionen oder zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Sofern für die Verwendung der thesaurierten Beträge hingegen keine konkreten Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse im Hinblick auf die Mittelverwendung zu treffen (vgl. IDW S1, Tz. 35 f.).
361. Es liegt weder in der Planungsrechnung der home24 eine explizite Ausschüttungsplanung vor noch gibt es eine Aussage des Vorstands über die zukünftige Ausschüttungspolitik. Dies ist auf die bisherige und für 2024 erwartete Verlustsituation der Gesellschaft zurückzuführen. Eine Ableitung auf Basis historischer Ausschüttungsquoten von Vergleichsunternehmen (Peer Group) ist nur eingeschränkt möglich, da zum Teil auch die im Abschnitt D.I.3. genannten börsennotierten Vergleichsunternehmen aufgrund von Verlusten keine Ausschüttungen vorgenommen haben. Die Bewertungsgutachterin hat sich daher in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens orientiert und sowohl im Detailplanungszeitraum als auch in der Phase der ewigen Rente eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt.
362. Der verbleibende Teil des Konzernergebnisses wird den Anteilseignern als Wertbeitrag aus Thesaurierungen unmittelbar fiktiv zugerechnet. Die als Wertbeitrag aus Thesaurierungen erfassten Beträge führen insoweit nicht zu einer Veränderung des Finanzergebnisses oder des Verschuldungsgrades der home24 SE.
363. Wir halten die bei der Bewertung der home24 SE gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten der Höhe nach vertretbar und insgesamt plausibel. Die im Rahmen unserer Analysen für alternative Annahmen hinsichtlich der Höhe der Ausschüttungsquote durchgeführten Berechnungen haben keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die angebotene Barabfindung unangemessen wäre.

b) Ertragsteuern der Anteilseigner

364. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.
365. Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich SolZ unterliegen.
366. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.
367. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungsteuersatz zzgl. SolZ (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich SolZ (rd. 13,2 %) belastet werden.
368. Entsprechend wurden auch die (inflationsbedingten) Steigerungen des Unternehmenswerts in der Phase der ewigen Rente mit dem effektiven Steuersatz i.H.v. rd. 13,2 % belastet. Durch diese Vorgehensweise wird fingiert, dass die (inflationsbedingten) Kursgewinne bzw. Steigerungen des Unternehmenswerts nach der typisierten Haltedauer realisiert werden und der effektiven Abgeltungsteuer zuzüglich SolZ unterliegen. Vereinfachend wurde auf eine entsprechende Steuerbelastung in der Detailplanungs- und der Grobplanungsphase verzichtet.
369. Aufgrund des bei der home24 bestehenden steuerlichen Einlagekontos unterliegen die Ausschüttungen in einem überschaubaren Umfang nicht der Abgeltungsteuer. Diesen steuermindernden Effekt hat die Bewertungsgutachterin (modellintegriert) bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. SolZ) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt. Die

Bewertungsgutachterin hat bei der Ableitung der nachhaltigen Nettoausschüttungen annuitätisch ebenso berücksichtigt, dass Ausschüttungen an die Anteilseigner der home24 SE in begrenzter Höhe auch nach 2030 noch unter Nutzung des steuerlichen Einlagekontos vorgenommen werden können.

370. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für sachgerecht.

c) Darstellung der Nettoausschüttungen

371. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031 ff.
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresergebnis	-9.581	6.056	19.555	27.106	35.444	34.217	36.170	36.575
Thesaurierung	9.581	0	0	0	0	0	0	-1.142
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	0	6.056	19.555	27.106	35.444	34.217	36.170	35.433
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	0	3.028	9.778	13.553	17.722	17.108	18.085	17.145
- persönliche Ertragsteuer	0	-399	-1.289	-1.787	-2.337	-2.256	-2.385	-2.659
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	0	3.028	9.778	13.553	17.722	17.108	18.085	18.288
- persönliche Ertragsteuer	0	0	0	0	0	0	0	-1.890
Nettoausschüttungen	0	5.656	18.266	25.319	33.107	31.961	33.785	30.884

Quelle: home24 SE; RSM Ebner Stolz; IVA-Darstellung

Tabelle 18: Ableitung der Nettoausschüttungen des home24-Konzerns

6. Kapitalisierungszinssatz

a) Vorbemerkung

372. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.
373. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.
374. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.
375. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

b) Basiszinssatz

376. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.
377. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von

Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.

378. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf dieser Grundlage einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf gerundet 2,50 % vor persönlichen Ertragsteuern. Der Basiszinssatz wurde sodann unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer) von 26,38 % in eine Nachsteuergröße von 1,84 % umgerechnet.
379. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von **2,50 % vor persönlichen Ertragsteuern** bzw. **1,84 % nach persönlichen Ertragsteuern** unter Berücksichtigung der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise für sachgerecht und angemessen.

c) Risikozuschlag

aa) Marktrisikoprämie

380. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.
381. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).
382. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko

über den sog. Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

383. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.
384. Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen, dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.
385. Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern auf 6,0 % bis 8,0 % und für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern auf 5,0 % bis 6,5 % anzuheben.
386. Im fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 behandelt der FAUB die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen. Demnach orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der gegenwärtigen Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Marktrenditen, die nach Ansicht des FAUB in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) liegen. Der FAUB sieht die Marktrisikoprämie nach wie vor innerhalb einer Bandbreite zwischen 6,0 % und 8,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern). In seiner 168. Sitzung vom 6. September 2023 hat der FAUB bestätigt, dass in der Gesamtschau kein Handlungsbedarf besteht, die Empfehlungen vom 22. Oktober 2019 anzupassen.

387. Im Zuge des gestiegenen Basiszinsniveaus deuten aktuelle Auswertungen²² ausgehend von den am deutschen Kapitalmarkt derzeit beobachtbaren impliziten Markttrenditen auf eine im Bereich von 5,75 % liegende implizite Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern hin.
388. Die Bewertungsgutachterin legt eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % fest. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB (5,0 % bis 6,5 %) auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Dieses Vorgehen entspricht der verbreiteten Praxis in der Unternehmensbewertung..
389. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 5,75 % in der Gesamtbetrachtung derzeit für angemessen.

bb) Betafaktor

390. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sog. Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Markttrenditeschwankung. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
391. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Unternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (sog. Peer Group) abgeleitet werden.
392. Bei der Bewertung des home24-Konzerns wurde von RSM Ebner Stolz auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 1,2 zugrunde gelegt. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen:

²² <http://www.marktrisikoprämie.de> sowie <https://www.ivc-wpg.com/tools/mrp/>

Eigener Betafaktor des home24-Konzerns

393. Die Entwicklung des Börsenkurses der home24 SE-Aktie wurde maßgeblich durch den am 5. Oktober 2022 erfolgten Abschluss eines Business Combination Agreements (BCA) mit der XXXLutz beeinflusst. Dabei sah das BCA ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien der home24 SE von 7,50 € je Aktie vor. Die (erweiterte) Annahmefrist endete am 28. Dezember 2022.
394. Die Aktien der home24 SE waren bis zu Ihrem Delisting mit Ablauf des 14. September 2023 unter der ISIN DE000A14KEB5 zum Handel an verschiedenen Handelsplätzen im regulierten Markt (General Standard) zugelassen. Der Handel erfolgte an den Wertpapierbörsen XETRA, Frankfurt am Main, Hannover und Hamburg. Nach dem Delisting mit Ablauf des 14. September 2023, dem ein Delisting-Erwerbsangebot vom 28. Juni 2023 voranging, wurde der Handel im regulierten Markt eingestellt. Allerdings werden die Aktien der home24 SE weiterhin in den Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen. Eine Ermittlung eines originären Betafaktors aus den Kapitalmarktdaten der home24 SE-Aktie ist demnach grundsätzlich möglich.
395. Die RAS Beteiligungs GmbH hat dem Vorstand der home24 SE mit Schreiben vom 20. August 2024 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der home24 SE gegen eine angemessene Barabfindung auf die RAS Beteiligungs GmbH nach §§ 327a AktG durchzuführen (sog. Squeeze Out). Am 22. Oktober 2024 informierte die home24 SE die Öffentlichkeit per Pressemitteilung über die Absicht der RAS Beteiligungs GmbH, einen Squeeze-Out anzustreben.
396. Ein aussagekräftiger Betafaktor kann zum Bewertungsstichtag aufgrund der Ankündigung des Übertragungsverlangens somit nicht ermittelt werden. Es ist jedoch denkbar, mit Hilfe geeigneter ökonomischer Verfahren die historischen **Betafaktoren** der home24 SE-Aktie vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens abzuleiten.
397. Die Bewertungsgutachterin hat eine Analyse des eigenen Betafaktors der home24 SE für die Stichtage 4. Oktober 2022 (Tag vor Bekanntgabe des BCA) sowie 14. September 2023 (letzter Handelstag am regulierten Markt vor Delisting) durchgeführt. Dabei wurden Beobachtungszeiträume von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditen und von fünf Jahren mit monatlichen Renditen (bzw. 4,25 Jahren mit monatlichen Renditen zum 4. Oktober 2022, da keine ausreichende Aktienkurshistorie vorliegt) zugrunde gelegt. Auf eine Ermittlung des eigenen Betafaktors zum 21. Oktober 2024 (Tag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme) wurde verzichtet. Die Bewertungsgutachterin führt als Begründung an, dass für Stichtage nach dem 14. September 2023 keine ausreichende Aktienkursliquidität vorliegt. Die von der

Bewertungsgutachterin zum Stichtag 4. Oktober 2022 ermittelten unternehmenseigenen Betafaktoren stellen sich wie folgt dar.

home24 SE Betafaktor zum Stichtag 4. Oktober 2022	Index	Beta (verschuldet)	Beta adj. (verschuldet)	Beta (unverschuldet)	Beta adj. (unverschuldet)
2 Jahre wöchentlich	lokal	1,5	1,3	1,6	1,5
	global	1,6	1,4	1,7	1,5
4,25 Jahre monatlich	lokal	1,6	1,4	1,8	1,6
	global	1,4	1,3	1,5	1,4

Quelle: RSM Ebner Stolz

Tabelle 19: RSM Ebner Stolz: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE zum Stichtag 4. Oktober 2022

398. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die home24 SE unverschuldete Betafaktoren im Bereich von 1,4 bis 1,8.

399. Die von der Bewertungsgutachterin zum Stichtag 14. September 2023 ermittelten unternehmenseigenen Betafaktoren stellen sich wie folgt dar.

home24 SE Betafaktor zum Stichtag 14. September 2023	Index	Beta (verschuldet)	Beta adj. (verschuldet)	Beta (unverschuldet)	Beta adj. (unverschuldet)
2 Jahre wöchentlich	lokal	1,2	1,1	1,1	1,0
	global	1,6	1,4	1,4	1,2
5 Jahre monatlich	lokal	2,1	1,7	2,1	1,7
	global	1,8	1,5	1,8	1,6

Quelle: RSM Ebner Stolz

Tabelle 20: RSM Ebner Stolz: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE zum Stichtag 14. September 2023

400. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die home24 SE unverschuldete Betafaktoren im Bereich von 1,0 bis 2,1. Die Bewertungsgutachterin weist darauf hin, dass für den zweijährigen Zeitraum die (unverschuldeten) Betafaktoren deutlich niedriger liegen als für den Zeitraum vor dem Übernahmeangebot. Dies bestätige die Einschätzung, dass seit Bekanntgabe des Übernahmeangebots der Kurs der home24 SE-Aktie nicht mehr das operative Risiko der Gesellschaft widerspiegelt.

401. Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Ergebnis, dass vor dem Hintergrund des hohen zeitlichen Abstands sämtlicher Auswertungsstichtage zum Bewertungsstichtag der Ansatz des originären Betafaktors nicht sachgerecht sei. Soweit Rückschlüsse aus den zeitlich weiter

zurückliegenden Stichtagen auf die Höhe des originären Betafaktors gezogen werden sollten, so würden die ermittelten Werte für einen originären Betafaktor im Bereich von 1,5 sprechen.

402. Im Rahmen eigener Analysen zur Beurteilung der Eignung des unternehmenseigenen Betafaktors als belastbarer Schätzer des Unternehmensrisikos der home24 SE haben wir zunächst die Liquidität im Handel mit Aktien der home24 SE für den zweijährigen, dreijährigen sowie fünfjährigen Zeitraum untersucht. Diesem Vorgehen liegt der Gedanke zugrunde, dass die Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel sind auf neue, kursrelevante Informationen.²³ Reagibilität wird in diesem Zusammenhang bei Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Die Verwendung ausschließlich nicht verzerrter Marktdaten und damit liquider Aktien kommt der Modellwelt des CAPM, welches auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht, sehr nahe.
403. Wir haben die relativen Bid-Ask-Spreads für unterschiedliche Zeiträume analysiert. Nachfolgend werden die relativen Bid-Ask-Spreads an der liquidesten Handelsplattform XETRA zum 4. Oktober 2022 (Tag vor Bekanntgabe des BCA) dargestellt. Zu Informationszwecken haben wir zusätzlich die relativen Bid-Ask-Spreads an der Handelsplattform XETRA zum 14. September 2023 (letzter Handelstag am regulierten Markt vor Delisting) bzw. Hamburg zum 21. Oktober 2024 (Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens) dargestellt. Wir weisen darauf hin, dass wir im Rahmen der Börsenkursanalyse (vgl. Abschnitt D.III.3) festgestellt haben, dass die Börsenkursentwicklung seit dem 5. Oktober 2022 durch das Übernahmeangebot bzw. Delisting-Erwerbsangebot beeinflusst sind.
404. Der durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread der Aktie der home24 SE liegt zwischen 0,40 % und 0,89 % zum 4. Oktober 2022 für einen Betrachtungszeitraum von 2, 3 und 5 Jahren. Zum 14. September 2023 liegt der durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread zwischen 0,45 % und 0,80 %. Bei Betrachtung zum 21. Oktober 2024 liegt der durchschnittliche relative Bid-Ask-Spread zwischen 2,94 % und 3,84 %, wobei in den letzten 12-Monaten des Beobachtungszeitraums ein deutlicher Anstieg des durchschnittlichen relativen Bid-Ask-Spread auf 4,34 % zu verzeichnen ist. Insofern liegt zum Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme (22. Oktober 2024) eine vergleichsweise geringe Liquidität im Aktienhandel der home24 SE vor. Daher stellen wir im Folgenden den

²³ Vgl. Schulte/Franken, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und T-Test: Ein Irrweg?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22, 2010, S. 1115.

unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE zum 4. Oktober 2022 sowie zum 14. September 2023 dar.

home24 SE Beta (unverschuldet) zum Stichtag:	2JW	3JW	5JM	Median	Mittelwert
4. Oktober 2022	1,6	1,3	n.a.*	1,4	1,4
14. September 2023	1,1	1,2	2,0	1,4	1,2

*keine ausreichend lange Aktienkurshistorie

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 21: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der home24 SE

405. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die home24 SE unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 1,1 bis 2,0. Die Bandbreite, die sich aus dem Median bzw. dem Mittelwert für die einzelnen Analysezeiträume ergibt, beläuft sich auf 1,2 bis 1,4. Wir weisen darauf hin, dass die zum 14. September 2023 ermittelten Betafaktoren teilweise einen durch das Übernahmeangebot bzw. Delisting-Erwerbsangebot beeinflussten Zeitraum beinhalten und daher nur eingeschränkt aussagefähig sind. Sofern man die Analyse des unternehmenseigenen Betafaktors auf den Stichtag 4. Oktober 2022 beschränkt, beläuft sich dieser im Median bzw. dem Mittelwert auf 1,4.

406. Auf Basis unserer Analysen zum eigenen Betafaktor der home24 SE kommen wir zu dem Ergebnis, dass dieser nur eingeschränkt aussagefähig ist und nicht zur Ableitung der Kapitalkosten geeignet ist. Dies liegt einerseits an den nicht uneingeschränkt belastbaren Liquiditätsmaßen und andererseits an der Aktienkursentwicklung, die maßgeblich durch das Übernahmeangebot (Bekanntgabe des BCA am 5. Oktober 2022) und Delisting-Erwerbsangebot (28. Juni 2023) beeinflusst worden ist. Des Weiteren liegt ein nicht unwesentlicher zeitlicher Abstand der oben aufgeführten Ermittlungsstichtage für den originären Betafaktor (4. Oktober 2022 und 14. September 2023) zum Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme (22. Oktober 2024) vor. Deshalb erachten wir es für sachgerecht, zur Ableitung der Kapitalkosten eine Peer Group heranzuziehen.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

407. Im Rahmen einer Peer Group-Analyse hat RSM Ebner Stolz sieben börsennotierte Unternehmen identifiziert. Der Auswahl dieser Peer Group-Unternehmen lag die Analyse der operativen Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der home24 SE zugrunde. Zwei dieser Unternehmen wurden aufgrund einer nicht hinreichenden Aktienkursliquidität nicht in die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors einbezogen. Der Ableitung des Peer Group-Betafaktors lag eine gleichgewichtete Mittelwertbildung der für die fünf verbleibenden Vergleichsunternehmen ermittelten Betafaktoren zugrunde.
408. Zur Ermittlung des Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin verschuldete Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen sowie für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen analysiert. Als Referenzindex wurde dabei sowohl auf einen breiten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes der einzelnen Peer Group-Unternehmen als auch auf einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) abgestellt. Unter Berücksichtigung individueller Verschuldungsgrade der jeweiligen Unternehmen wurden die ermittelten verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren übergeleitet („unlevern“). Diese Berechnung erfolgte unter Annahme unsicherer Tax Shields sowie risikobehafteten Fremdkapitals (Debt Beta). Sowohl für die unverschuldeten als auch für die verschuldeten Betafaktoren hat RSM Ebner Stolz ergänzend jeweils adjusted Betafaktoren ermittelt. RSM Ebner Stolz leitet auf Basis dessen zum 20. September 2024 im Mittelwert einen unverschuldeten Betafaktor auf Basis lokaler Marktindizes (auf Basis des globalen Index) für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen von 1,40 (1,48) ab. Für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen liegt der unverschuldete Betafaktor im Mittelwert auf Basis lokaler Marktindizes (auf Basis des globalen Index) bei 1,84 (2,48). Die entsprechenden adjusted Betafaktoren belaufen sich für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen auf 1,23 (1,27) und für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen auf 1,55 (1,94).

RSM Ebner Stolz führt auf, dass die Wayfair vergleichsweise hohe unverschuldete Betafaktoren aufweist. Bei Betrachtung der übrigen Peer Group-Unternehmen ohne Wayfair, ergibt sich aussagegemäß über alle Parameterkonstellationen hinweg mehrheitlich eine Bandbreite zwischen etwa 1,0 und 1,3 für den unverschuldeten Betafaktor. Im Ergebnis hält RSM Ebner Stolz unter Einbezug der durchschnittlichen Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen einen unverschuldeten Betafaktor von 1,20 als Schätzer für das operative Risiko der home24 SE für angemessen. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Auswahl der Unternehmen der Peer Group systematisch und hinsichtlich ihrer konkreten Durchführung nachvollzogen. Gegen diese Ableitung der Vergleichsunternehmen bestehen unsererseits keine Einwendungen.

409. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten, unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 1,20 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.
410. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen. Im Rahmen eines detaillierten Selektionsprozesses haben wir börsennotierte Unternehmen identifiziert, die über ein vergleichbares Produkt- und Dienstleistungsangebot wie die home24 SE verfügen, hinsichtlich des Absatzmarktes und ihres Risiko-Ertragsprofil vergleichbar sind.
411. Ausgangspunkt der eigenständigen Peer Group-Auswahl bildet eine Grundgesamtheit börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ“). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der home24-Gruppe anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Industrie-Klassifizierung	"Home Improvement Retail" oder "Homefurnishing Retail"
Heimatmarkt	Europa, Nordamerika und Südamerika
Geografische Ausrichtung	Europa oder Brasilien (mit Ausnahme von Wayfair Inc. (USA) aufgrund des operativen Fit)
Unternehmensbeschreibung	Enthält „Home & Living“, „Furniture Retail“, „Home Improvement Retail“ oder „Homefurnishing Retail“
Vertriebsstrategie	Priorisierung des E-Commerce-Geschäfts - „Online first“-Strategie
Kapitalereignisse	Keine wesentlichen Kapitalereignisse (z.B. IPO, Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile) innerhalb der letzten drei Jahre

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 22: Kriterien zur Peer Group-Auswahl der home24 SE

412. Auf Basis der in der Tabelle 22 genannten Kriterien sowie unter Berücksichtigung von Liquiditätskennzahlen und wesentlichen Kapitalereignissen innerhalb der letzten drei Jahre haben wir im Ergebnis fünf Peer Group-Unternehmen identifiziert, die wir bei der Ermittlung des Betafaktors herangezogen haben. Hierbei handelt es sich um Vergleichsunternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls identifiziert hat. Bei den zusätzlich von der Bewertungsgutachterin identifizierten Unternehmen handelt es sich zum einen um die Temple & Webster Group Ltd. Dieses Unternehmen haben wir aufgrund des Heimatmarkts bzw. der geografischen Ausrichtung (jeweils Australien) eliminiert. Zum anderen haben wir die Vente-Unique.com SA nicht herangezogen, da die Gesellschaft keine hinreichende Aktienkursliquidität aufweist. Als Liquiditätskriterien wurden insbesondere der Bid-Ask-Spread, der Handelsumsatz und die Handelsquote sowie der Prozentsatz der sich im Streubesitz befindlichen Aktien analysiert. Wir weisen darauf hin, dass im Ergebnis die Bewertungsgutachterin die Temple & Webster Group Ltd. als auch die Vente-Unique.com SA im Rahmen der Ermittlung ihres Peer Group-Betafaktors, mit dem Hinweis auf eine nicht hinreichende Aktienkursliquidität, ebenfalls nicht herangezogen hat. Insofern liegt defacto eine Deckungsgleichheit der für die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors herangezogenen Unternehmen vor.
413. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.
414. Der Betafaktor wird durch die Unternehmensverschuldung beeinflusst (Finanzierungsrisiko). Der empirisch beobachtete Betafaktor der Vergleichsunternehmen muss daher zunächst um das Finanzierungsrisiko der jeweiligen Unternehmen bereinigt werden. Der unverschuldete Betafaktor kann anschließend auf das Bewertungsobjekt übertragen werden. Dabei ist der unverschuldete Betafaktor an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen.

415. Bei der Ableitung der nachfolgend dargestellten unverschuldeten Betafaktoren haben wir unsichere Steuervorteile unterstellt und Debt Betas einbezogen. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 11. Oktober 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
BHG GROUP AB	SAX	SWE	w	104	2,2	65,6%	1,4
MOBLY SA	IBOV	BRA	w	104	1,0	-3,4%	1,1
WAYFAIR INC- CLASS A	RAY	US	w	104	3,5	37,3%	2,6
WESTWING COMERCIO VAREJISTA	IBOV	BRA	w	104	0,5	11,1%	0,5
WESTWING GROUP SE	CDAX	GER	w	104	0,6	-19,6%	0,8
Min					0,5	-19,6%	0,5
Mittelwert					1,6	18,2%	1,3
Median					1,0	11,1%	1,1
Max					3,5	65,6%	2,6

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 23: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

416. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 11. Oktober 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
BHG GROUP AB	SAX	SWE	w	156	1,8	49,9%	1,3
MOBLY SA	IBOV	BRA	w	156	1,4	-4,3%	1,4
WAYFAIR INC- CLASS A	RAY	US	w	156	3,0	26,8%	2,4
WESTWING COMERCIO VAREJISTA	IBOV	BRA	w	156	1,0	8,6%	0,9
WESTWING GROUP SE	CDAX	GER	w	156	0,8	-15,3%	1,0
Min					0,8	-15,3%	0,9
Mittelwert					1,6	13,1%	1,4
Median					1,4	8,6%	1,3
Max					3,0	49,9%	2,4

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 24: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahres-Zeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

417. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 11. Oktober 2024.

Unternehmen	Index	Sitzland	Intervall	Datenpunkte	Beta (verschuldet)	Verschuldungsgrad	Beta (unverschuldet)
BHG GROUP AB	SAX	SWE	w	60	1,4	42,2%	1,1
MOBLY SA*	IBOV	BRA	w	42	n.a.	n.a.	n.a.
WAYFAIR INC- CLASS A	RAY	US	w	60	3,4	19,6%	2,9
WESTWING COMERCIO VAREJISTA*	IBOV	BRA	w	42	n.a.	n.a.	n.a.
WESTWING GROUP SE	CDAX	GER	w	60	1,2	-19,8%	1,5
Min					1,2	-19,8%	1,1
Mittelwert					2,0	14,0%	1,8
Median					1,4	19,6%	1,5
Max					3,4	42,2%	2,9

*keine ausreichend lange Aktienkurshistorie
Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 25: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahres-Zeitraum bei monatlichem Renditeintervall

418. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,5 bis 2,9. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 1,1 bis 1,8.
419. Der originäre Betafaktor (unverschuldet) der home24 SE liegt im Mittelwert/Median in einer Bandbreite von 1,2 bis 1,4. Dieser ist unseres Erachtens als Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft jedoch nur eingeschränkt aussagefähig und dient lediglich zu Informationszwecken (vgl. Tz. 405).
420. Insgesamt erachten wir einen unverschuldeten Betafaktor, der sich innerhalb einer Bandbreite von 1,1 bis 1,4 befindet, als vertretbaren Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft. Das entspricht der Bandbreite für unverschuldete Betafaktoren bei Betrachtung der 2- und 3-Jahre wöchentlichen Betafaktoren. Für die 5-Jahre monatlichen Betafaktoren liegt mit drei Unternehmen eine vergleichsweise eingeschränkte Datenbasis zugrunde. Vor dem Hintergrund der ambitionierten Planungsrechnung erscheint eine Orientierung am oberen Ende einer Bandbreite von 1,1 bis 1,4 naheliegend. Der von RSM Ebner Stolz ermittelte unverschuldete Betafaktor von 1,2 liegt tendenziell im unteren Bereich der von uns als plausibel erachteten Bandbreite.
421. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 1,2 für angemessen, da dieser innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegt.

d) Wachstumsabschlag

422. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase (2024 bis 2028 für Segment: Europa bzw. 2024 bis 2030 für Segment: Lateinamerika) sowie der Fortschreibung der Detailplanungsphase (2029 bis 2030 für Segment: Europa) berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab 2031 (ewige Rente) werden sich die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bestände 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. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.
423. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales, durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.
424. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den Endkunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).
425. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).
426. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sog. Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw.

thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.

427. Zu untersuchen ist folglich, ob die home24 SE inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Absatzpreise zumindest teilweise weitergeben kann.
428. Die Analyse zur prognostizierten langfristigen Entwicklung der Verbraucherpreise (Inflationsrate) kann als erster Anhaltspunkt zur Plausibilisierung des Wachstumsabschlags herangezogen werden. Der IWF prognostiziert für das Jahr 2028 eine Inflationsrate auf einem Niveau von 2,4 % für den Euroraum (WEO vom April 2024). Aktuellere Analystenschätzungen liegen im Median bei 2,0 % für das Jahr 2026. Allerdings kann aus der Entwicklung der durchschnittlichen Verbraucherpreise nicht unmittelbar auf das inflationsbedingte Wachstum der home24 SE geschlossen werden. So berücksichtigen die Verbraucherpreise nicht nur Produkte und Dienstleistungen, die für die home24 SE relevant sind.
429. In der Vergangenheit wurden Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten – insbesondere für Personal – tendenziell durch Effizienzsteigerungsmaßnahmen aufgefangen. Die home24 SE ist in einem Markt tätig, der durch eine relativ hohe Wettbewerbsintensität geprägt wird. Eine Überwälzung des Inflationsniveaus ist durch Anpassung des Preisniveaus der angebotenen Produkte grundsätzlich möglich. Insgesamt gehen wir insofern davon aus, dass inflationsbedingte Preissteigerungen über höhere Absatzpreise von der home24 SE an ihre Kunden weitergegeben werden können, die Überwälzbarkeit jedoch aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität nicht uneingeschränkt möglich ist. Vor diesem Hintergrund erachten wir insgesamt für die inflationsbedingte Wachstumsrate eine Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 % als vertretbar. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0 % insofern im mittleren Bereich einer von uns als vertretbar erachteten Bandbreite.

e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

430. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze im Detail- und Grobplanungszeitraum und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Eigenkapitalkosten	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031 ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Abgeltungsteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (unverschuldet)	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Verschuldungsgrad	72,0%	59,4%	45,9%	42,5%	41,8%	42,7%	44,1%	44,6%
Beta (verschuldet)	1,81	1,81	1,67	1,63	1,62	1,62	1,63	1,64
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	10,40%	10,42%	9,62%	9,38%	9,31%	9,34%	9,40%	9,40%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	12,24%	12,26%	11,46%	11,22%	11,15%	11,18%	11,24%	11,25%
Nachhaltiger Wachstumsabschlag								-1,00%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	12,24%	12,26%	11,46%	11,22%	11,15%	11,18%	11,24%	10,25%

Quelle: RSM Ebner Stolz; IVA-Analysen

Tabelle 26: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die home24 SE im Detailplanungszeitraum, der Konvergenzphase und der ewigen Rente

431. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze liegen innerhalb einer von uns als plausibel erachteten Bandbreite. Nach unserer Einschätzung wäre auch ein höherer unverschuldeter Betafaktor vertretbar.

7. Ertragswert des operativen Geschäfts

432. Der Ertragswert des operativen Geschäfts des home24 SE ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Die Nettoeinnahmen umfassen die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) sowie die Wertbeiträge aus Thesaurierungen, die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet werden, abzüglich der korrespondierenden persönlichen Ertragsteuern. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2024 bis 2030 einzeln mit den zuvor dargestellten Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Für die durchschnittlichen Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2031 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zurückzubeziehen.
433. Die Kapitalisierung erfolgt technisch in einem ersten Schritt zum 31. Dezember 2023. Im zweiten Schritt erfolgt die Aufzinsung zum 13. Dezember 2024 mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres. Danach errechnet sich der Ertragswert des operativen Geschäfts wie folgt:

home24 SE	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031ff.
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Nettoausschüttungen	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%
Periode	1	2	3	4	5	6	7	8
Barwertfaktor	0,89	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	4,55
Barwerte zum 31.12.2023	0	4.489	13.005	16.209	19.068	16.557	15.734	140.387
∑ Barwerte - 31.12.2023	225.449							
Aufzinsungsfaktor	1,12							
Ertragswert –13.12.2024	251.692							

Quelle: home24 SE; RSM Ebner Stolz; IVA-Darstellung

Tabelle 27: Ableitung des Ertragswerts des home24-Konzerns

434. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts des home24-Konzerns beträgt zum 13. Dezember 2024 somit insgesamt rd. **251.692 T€**.
435. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.

8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

436. Neben dem Ertragswert des operativen Geschäfts werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes üblicherweise Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium). Soweit sich deren Werte nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft und damit im Ertragswert widerspiegeln, sind die entsprechenden Vermögensbestandteile und die dazugehörigen Schulden sowie ggf. anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwertung gesondert zu bewerten und in den Unternehmenswert einzubeziehen.
437. Die Bewertungsgutachterin hat in Ihrem Bewertungsgutachten keine gesondert bewerteten Vermögenswerte berücksichtigt. Nach unseren Prüfungen liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von zusätzlich zu berücksichtigenden gesondert zu bewertende Vermögenswerte vor.

9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

438. Der Unternehmenswert der home24 SE zum Bewertungsstichtag setzt sich aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts und den Sonderwerten bzw. dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wie folgt zusammen.

home24 SE	
Unternehmenswert	T€
Ertragswert des operativen Geschäfts	251.692
Sonderwerte	0
Unternehmenswert zum 13. Dezember 2024	251.692

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 28: Unternehmenswert der home24 SE zum 13. Dezember 2024

439. Der Unternehmenswert der home24 SE beträgt zum 13. Dezember 2024 rd. **251.692 T€**.

440. Bezogen auf 33.722.117 ausstehende Aktien (nach Abzug von 2.735 eigenen Aktien) ergibt sich der Wert je Aktie der home24 SE wie folgt.

home24 SE	
Wert je Aktie	T€
Unternehmenswert zum 13. Dezember 2024	251.692
Anzahl der ausstehenden Aktien	33.722.117
Wert je Aktie (in €)	7,46

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 29: Wert je Aktie der home24 SE zum 13. Dezember 2024

441. Der Unternehmenswert je Aktie der home24 SE beträgt **7,46 €** zum 13. Dezember 2024.

V. Vergleichende Marktbewertung

442. In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe des sog. Multiplikatorverfahrens zu plausibilisieren. Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesem Verfahren um ein kapitalmarktorientiertes Bewertungskonzept, das ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung folgt. Der Unternehmenswert wird indes stark vereinfacht anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.
443. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.
444. Es können generell folgende Multiplikatoren herangezogen werden:
- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“),
 - Enterprise Value („EV“)/EBIT-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur),
 - EV/EBITDA-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur und gleicht unterschiedliche Investitionsphasen aus),
 - EV/Umsatzerlöse-Multiplikator (in der Regel nur aussagefähig bei vergleichbarer Ertragskraft oder zumindest der Aussicht auf eine solche).
445. Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder auf Basis von Transaktionspreisen abgeleitet werden.
446. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.

447. Die Bewertungsgutachterin hat eine Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren vorgenommen. RSM Ebner Stolz kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass der Unternehmenswert je Aktie der home24 SE innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen liegt.
448. Wir haben die Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung von RSM Ebner Stolz nachvollzogen und eigene Berechnungen auf Grundlage der von uns im Abschnitt D.IV.7.c dargestellten Peer Group durchgeführt.
449. Zur Plausibilitätsbeurteilung haben wir im vorliegenden Fall auf EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und den EV/EBIT-Multiplikator abgestellt. Als Basis für die Ableitung der Multiplikatoren haben wir auf die durchschnittlichen Schätzungen (Consensus Estimates) des Umsatzes, des EBITDA und des EBIT des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ für den Zeitraum von 2024 bis 2026 zurückgegriffen, soweit diese für das jeweilige Vergleichsunternehmen und für das betrachtete Schätzjahr verfügbar waren. Bei den sog. Consensus Estimates handelt es sich um den Durchschnitt von Analystenschätzungen.
450. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren der Peer Group dar:

home24 SE Multiplikatoren	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
BHG GROUP AB	0,5x	0,5x	0,5x	8,3x	8,0x	7,5x	21,7x	18,0x	15,8x
MOBLY SA	0,5x	0,4x	0,3x	n.a.	14,9x	4,7x	n.a.	n.a.	n.a.
WAYFAIR INC- CLASS A	0,7x	0,7x	0,6x	16,8x	13,4x	10,6x	n.a.	38,6x	22,1x
WESTWING COMERCIO VAREJISTA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
WESTWING GROUP SE	0,3x	0,2x	0,2x	5,5x	4,4x	3,7x	n.a.	44,2x	15,3x
Minimum	0,3x	0,2x	0,2x	5,5x	4,4x	3,7x	21,7x	18,0x	15,3x
Mittelwert	0,5x	0,5x	0,4x	10,2x	10,2x	6,6x	21,7x	33,6x	17,7x
Median	0,5x	0,4x	0,4x	8,3x	10,7x	6,1x	21,7x	38,6x	15,8x
Maximum	0,7x	0,7x	0,6x	16,8x	14,9x	10,6x	21,7x	44,2x	22,1x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 30: Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

451. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf dieser Basis der EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren für die home24 SE ergebenden Marktwerte:

home24 SE	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT		
Marktwerte (Mio. €)	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	575	619	667	44	62	75	-10	10	29
Multiplikator (Minimum)	0,3x	0,2x	0,2x	5,5x	4,4x	3,7x	21,7x	18,0x	15,3x
Multiplikator (Mittelwert)	0,5x	0,5x	0,4x	10,2x	10,2x	6,6x	21,7x	33,6x	17,7x
Multiplikator (Median)	0,5x	0,4x	0,4x	8,3x	10,7x	6,1x	21,7x	38,6x	15,8x
Multiplikator (Maximum)	0,7x	0,7x	0,6x	16,8x	14,9x	10,6x	21,7x	44,2x	22,1x
MW Gesamtkapital – (Minimum)	147	147	147	246	270	279	n.a.	181	446
MW Gesamtkapital – (Mittelwert)	287	283	274	455	627	500	n.a.	338	518
MW Gesamtkapital – (Median)	294	278	259	370	660	460	n.a.	389	460
MW Gesamtkapital – (Maximum)	415	427	431	749	920	800	n.a.	445	647
- Verzinsliches Fremdkapital	24	24	24	24	24	24	24	24	24
- Leasingverbindlichkeiten	148	148	148	148	148	148	148	148	148
- Saldo Pensionsverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Liquide Mittel	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2023	162	162	162	162	162	162	162	162	162
Minderheitenanteile	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MW Eigenkapital (Minimum)	n.a.	n.a.	n.a.	67	91	100	n.a.	1	266
MW Eigenkapital (Mittelwert)	108	103	95	276	448	320	n.a.	159	338
MW Eigenkapital (Median)	115	99	80	191	480	280	n.a.	209	281
MW Eigenkapital (Maximum)	235	248	252	569	741	620	n.a.	265	467
Wert je Aktie in € (Minimum)	n.a.	n.a.	n.a.	1,98	2,69	2,96	n.a.	0,04	7,89
Wert je Aktie in € (Mittelwert)	3,20	3,06	2,81	8,17	13,28	9,49	n.a.	4,71	10,02
Wert je Aktie in € (Median)	3,40	2,93	2,37	5,65	14,24	8,31	n.a.	6,21	8,33
Wert je Aktie in € (Maximum)	6,97	7,35	7,46	16,88	21,96	18,40	n.a.	7,87	13,85

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

*MW = Marktwert

Tabelle 31: Marktwert des Eigenkapitals der home24 SE anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

452. Zusammengefasst ergeben sich die nachfolgenden Mittelwerte und Mediane:

Marktwert Eigenkapital je Aktie	Jahr	Mittelwert Mio. €	Median Mio. €
Umsatz	2024	3,20	3,40
EBITDA	2024	8,17	5,65
EBIT	2024	n.a.	n.a.
Umsatz	2025	3,06	2,93
EBITDA	2025	13,28	14,24
EBIT	2025	4,71	6,21
Umsatz	2026	2,81	2,37
EBITDA	2026	9,49	8,31
EBIT	2026	10,02	8,33
Durchschnitt		6,84	6,43

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 32: Marktwert des Eigenkapitals je home24 SE-Aktie im Mittelwert und Median anhand von EV/Umsatz-, EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

453. Aus unseren Analysen geht hervor, dass die Mittelwerte und Mediane der Marktwerte der home24 SE innerhalb einer Bandbreite von 80 Mio. € bis 480 Mio. € liegen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie von 2,37 € bis 14,24 €. Der von der Bewertungsgutachterin anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Wert je Aktie i.H.v. 7,46 € liegt somit innerhalb dieser Bandbreite.
454. Zusammenfassend stellen wir fest, dass im Ergebnis unserer Analysen zur vergleichenden Marktbewertung keine Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte barabfindungsrelevante Unternehmenswert unplausibel ist.

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

455. Die Hauptaktionärin hat am 29. Oktober 2024 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf 7,46 € je Aktie festgelegt.
456. Der durch RSM Ebner Stolz mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert der home24-Gruppe auf den 13. Dezember 2024 beträgt 251.692 T€. Hieraus resultiert ein rechnerischer Wert von 7,46 € je Aktie.
457. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Drei-Monatszeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre, dem 22. Oktober 2024, beträgt 4,95 € und liegt unter dem ermittelten Unternehmenswert je Aktie.
458. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der RAS Beteiligungs GmbH festgelegte Barabfindung i.H.v. 7,46 € je Aktie angemessen ist.
459. Unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung liegen die uns bis zum Abschluss unserer Prüfung zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung der home24 SE am 13. Dezember 2024, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der home24 SE beschließt, wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der home24 SE ergeben, wären diese bei der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG

460. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der RAS Beteiligungs GmbH, Wien/Österreich, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der home24 SE, Berlin, geprüft.

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

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der home24 SE, Berlin, i.H.v. 7,46 € je Aktie angemessen.“

Besondere Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG sind nicht aufgetreten.

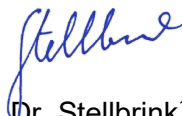
462. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 30. Oktober 2024

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Creutzmann¹
Wirtschaftsprüfer



Dr. Stellbrink¹
Wirtschaftsprüfer



¹ Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss des Landgerichts Berlin II - Kammer für Handelssachen 102, vom 22. August 2024 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

Landgericht Berlin II

Az.: 102 AR 8/24 AktG



Beschluss

**In dem Verfahren
nach § 327c Abs. 2 Satz 2 und Satz 3 AktG**

betreffend die

Home24 SE,
geschäftsansässig Otto-Ostrowski-Straße 3, 10249 Berlin

Beteiligte:

RAS Beteiligungs GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer, Kelsenstraße 9, 1030 Wien, Österreich
- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Kirkland & Ellis International LLP**, Maximilianstrasse 11, 80539 München

hat das Landgericht Berlin II - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Pade als Einzelrichter am 22.08.2024 beschlossen:

Auf den Antrag der Antragstellerin vom 20. August 2024 wird die

IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Savignystraße 34,
60325 Frankfurt,

zur Prüferin hinsichtlich der Angemessenheit der Barabfindung bei dem vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der erstgenannten Gesellschaft bestellt

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklä-

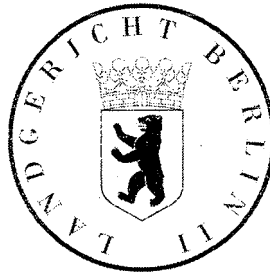
zung vom 27. Februar 2024 die Bedingungen des § 327 c Abs. 2 AktG und ist insbesondere nicht nach § 319 Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Der sachverständigen Prüferin wird aufgegeben, je ein Exemplar ihres Prüfberichtes in gedruckter sowie elektronischer Form für das Gericht zu den Akten zu reichen.

Ansprüche, die auf Gebühren- und/oder Auslagererstattung gegen das Land Berlin gerichtet sind, kann die Prüferin aus der Bestellung nicht herleiten.

Die Antragstellerin hat die Kosten dieses Bestellungsverfahrens nach einem Verfahrenswert von 20.000,00 € zu tragen.

Pade
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Berlin, 04.09.2024

Weber, JBesch
Urkundsbeamter der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig

ANLAGE 2

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und
Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2024

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, 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 in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

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 Vereinbarung in Textform.

(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 Folgen 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 Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form 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 in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform 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 in Textform erteilten 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) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche 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 der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) 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.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall 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.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten 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.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 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 in gesetzlicher Schriftform erteilter 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 wesentliche 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 Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen 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 Vereinbarungen in Textform 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 und Einheitsbewertung 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 und 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 Streitbelegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbelegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.