

REPLY S.P.A.

Eigenkapitalwert mit Stand vom 31. März 2013 und vom 18. Juli 2013

24 Mai 2013

Inhaltsverzeichnis

1.	EINFÜHRUNG	3
1.1	VORWORT.....	3
1.2	UMFANG DES AUFTRAGS	3
1.3	INFORMATIONEN.....	3
1.4	REFERENZDATUM	4
1.5	MITTEILUNGEN.....	4
2.	BESCHREIBUNG DER GESELLSCHAFT	5
3.	REFERENZMARKT.....	8
4.	KONSOLIDIERTE HISTORISCHE FINANZZAHLEN.....	11
5.	PROJEKTIONEN.....	14
6.	BEWERTUNGSMETHODEN	18
6.1	KONZERNBEWERTUNGSMETHODE	18
6.2	DISCOUNTED CASH FLOW-METHODE.....	18
6.3	MULTIPLIKATORENVERFAHREN.....	20
6.4	NETTOINVENTARMETHODE.....	21
6.5	ERTRAGSWERTVERFAHREN	22
6.6	RESIDUALWERTMETHODE (EXCESS EARNINGS APPROACH) ODER UEC-VERFAHREN	25
7.	BEWERTUNGSANALYSE.....	26
7.1	EINLEITUNG.....	26
7.2	HAUPTMETHODE: DISCOUNTED-CASH-FLOW-METHODE	26
7.3	HAUPTMETHODE: ERTRAGSWERTANSATZ	29
7.4	KONTROLLMETHODE: MULTIPLIKATORVERFAHREN (MARKET MULTIPLE)	32
7.5	AKTIENKURSE	34
7.6	SCHÄTZWERT ZUM STICHTAG.....	35
7.7	SCHÄTZWERT ZUM STICHTAG DER VERSCHMELZUNGSGENEHMIGUNG.....	36
8.	SCHLUSSFOLGERUNGEN	36

1. Einführung

1.1 Vorwort

Pirola Pennuto Zei & Associati (nachfolgend das „Unternehmen“) hat von Reply S.p.A. (nachfolgend „Reply“ oder die „Gesellschaft“) – Geschäftssitz in Turin (Italien), eingetragen unter der Nr. 97579210010, Zentrale in 110, Corso Francia, Stammkapital € 4.803.685,64 – den Auftrag (nachfolgend der „Auftrag“ genannt) erteilt bekommen, einen Bewertungsbericht über den Eigenkapitalwert der Gesellschaft im Zusammenhang mit der grenzüberschreitenden Verschmelzung (nachfolgend die „Verschmelzung“ genannt) mit Reply Deutschland AG (nachfolgend „Reply AG“) zu erstellen, an welcher die Gesellschaft derzeit einen Anteil von 81,18% hält. Mit Stand des Datums des vorliegenden Berichts sind Reply und Reply AG Teil des Reply-Konzerns (nachfolgend der „Konzern“), welcher von Reply selber kontrolliert wird.

1.2 Umfang des Auftrags

Zweck dieses Berichts (der „Bericht“) ist die Schätzung des Eigenkapitalwerts von Reply im Zusammenhang mit der vorstehend genannten Verschmelzung.

Das Unternehmen stellt nach Einholung aller erforderlichen Informationen eine Beschreibung der Gesellschaft bereit, zeigt die verwendete Bewertungsgrundlage auf, führt eine Sensitivitätsanalyse bezüglich des aus der Anwendung der verwendeten Methode gewonnenen Wertes durch und hält das Ergebnis der Arbeiten (in den Schlussfolgerungen) fest.

1.3 Informationen

Die in diesem Bericht einbezogenen Daten, Dokumente und Informationen (zusammen nachfolgend die „Informationen“) wurden durch die Gesellschaft bereitgestellt oder stehen der Öffentlichkeit zur Verfügung. Die berichteten Projektionen wurden vom Management der Gesellschaft (nachfolgend das „Management“) entwickelt und bereitgestellt. Etwaige Ungenauigkeiten, Fehlern und Unterlassungen der erhaltenen Informationen könnten die Ergebnisse des Berichts beeinflussen.

Zu den wichtigsten, bei der Ausführung des Auftrags verwendeten Informationen zählen:

- Die konsolidierten Jahresabschlüsse der Gesellschaft für die Jahre 2009, 2010, 2011 und 2012;
- Die konsolidierten Wirtschafts- und Finanzdaten der Gesellschaft mit Stand vom 31. März 2013;
- Die konsolidierten Wirtschafts- und Finanzprojektionen der Gesellschaft für die Jahre 2013-2016 sowie damit zusammenhängende Nachweise für die Angaben;
- Gesellschaftsprofil;
- Beherrschungsvertrag zwischen Reply und Reply AG;
- Gemeinsamer Bericht des Verwaltungsrats von Reply und des Vorstands der Reply AG vom 14. April 2010;
- Bericht des Analysten Intermonte mit Stand vom 15. März 2013;
- Bericht des Analysten Twice mit Stand vom 17. April 2013;

- Marktprognose von Gartner IT-Services für 2008-2015 (1Q12-Update);
- Referenzmarktbeschreibung;
- Gesellschaftssatzung;
- Liste der Vergleichswerte der Gesellschaft.

Diese Dokumente wurden durch Gespräche mit dem Management mit Bezug auf Finanzdaten, Unternehmensstruktur, Geschäftsmodell, Hauptstrategien und Referenzmarkt der Gesellschaft ergänzt.

Das Unternehmen hat auch externe, der Öffentlichkeit zur Verfügung stehende Informationen geprüft, und zwar solche mit Bezug auf:

- Recherchen hinsichtlich Wettbewerbern;
- Finanzinformationen vergleichbarer Gesellschaften, die anhand spezialisierter Datenbanken gewonnen wurden;
- Marktrecherchen.

1.4 Referenzdatum

Das Referenzdatum für die Bewertung ist der 31. März 2013 (nachfolgend das „Referenzdatum“). Anschließend wurde der geschätzte Eigenkapitalwert der Gesellschaft mit Stand vom 31. März 2013 bis zum Datum der Hauptversammlung der Reply AG für die Genehmigung der Verschmelzung, d.h. bis zum 18. Juli 2013 (nachfolgend das „Referenzdatum der Verschmelzungsgenehmigung“), aktualisiert.

Das Management hat keine nach dem Referenzdatum eingetretenen Ereignisse offengelegt, welche eine Auswirkung auf die Ergebnisse und Schlussfolgerungen dieses Berichts haben könnten.

1.5 Mitteilungen

Die Schlussfolgerungen des Berichts müssen zusammen mit den folgenden Faktoren gesehen werden:

- die Bewertung der Gesellschaft wurde auf der Basis der Annahme der Unternehmensfortführung entwickelt und basiert auf vertretbaren Erwartungen; daher wurden keine außerordentlichen oder unvorhersehbaren Ereignisse berücksichtigt;
- die Bewertung der Gesellschaft wurde unter Berücksichtigung der aktuellen Rechtsstruktur der Gesellschaft, des Geschäftsmodells sowie des anwendbaren rechtlichen und regulatorischen Rahmens durchgeführt;
- die konsolidierten Projektionen der Gesellschaft für 2013-2016 (zusammen anschließend die „Projektionen“) wurden vom Management erstellt; es wird mit keinen wesentlichen Änderungen mit Stand des Datums des Berichts gerechnet; die Projektionen wurden mit dem Management diskutiert und dabei wurde ein besonderes Augenmerk auf die Annahmen gerichtet;
- die Bewertung der Gesellschaft basiert auf Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen mit Stand vom Referenzdatum sowie auf den Projektionen;
- die Bewertung wurde gemäß internationalen Rechnungslegungsstandards durchgeführt. Da bei der Verschmelzung eine deutsche Gesellschaft beteiligt ist, werden bei der Bewertungsanalyse

von Reply auch die seitens der deutschen Wirtschaftsprüfer verwendeten und in dem vom deutschen Institut der Wirtschaftsprüfer herausgegebenen Standard 1 (nachfolgend „IDW S1“) aufgeführten Grundsätze verwendet;

- es wurde keine Due Diligence historischer Daten und Projektionen seitens des Unternehmens durchgeführt;
- der Auftrag beinhaltet keine eigenständige Prüfung der allgemeinen steuerlichen oder sozialversicherungsrechtlichen Verhältnisse der Gesellschaft, sofern nicht ausdrücklich in den Informationen berücksichtigt;
- der Bericht wurde allein zu dem im Paragraph „Umfang des Auftrags“ aufgeführten Zweck erstellt und darf zu keinem anderen Zweck herangezogen werden.

2. Beschreibung der Gesellschaft

Reply ist eine führende Gesellschaft im Bereich Consulting, Systemintegration und Applikationsmanagement und hat sich auf die Entwicklung und Implementierung von Lösungen spezialisiert, die auf neuen Kommunikationsnetzwerken und digitalen Medien basieren.

Das Ziel von Reply ist es, den Erfolg seiner Kunden durch die Einführung von Innovationen entlang der gesamten Wertschöpfungskette zu unterstützen. Dank seiner Kenntnis spezifischer Lösungen und einer konsolidierten Erfahrung befasst sich Reply mit den wichtigsten Themen der verschiedenen Branchen und Sektoren.

Das Reply Angebotsportfolio besteht aus drei Kompetenzbereichen:

1. Prozesse (9,1% der Erträge): Für Reply bedeutet das Verständnis und die Verwendung von Technologien die Einführung eines neuen „Enablers“ für Prozesse aufgrund tiefgreifender Marktkenntnisse sowie der spezifischen Implementierungskontexte der Branche.
2. Applikationen (48,3% der Erträge): Reply entwickelt und implementiert Anwendungslösungen, die den Anforderungen im Kerngeschäft von Unternehmen gerecht werden.
3. Technologien: (42,6% der Erträge): Reply setzt innovative Technologien optimal ein, um Lösungen zu implementieren, die seinen Kunden das höchste Maß an Effizienz und Flexibilität ermöglichen.

Innerhalb der drei Bereiche bietet Reply drei Arten von Leistungen:

1. Beratung: Strategie, Kommunikation, Prozesse und Technologien;
2. Systemintegration: eine Kombination von Beratung mit innovativen technologischen Lösungen mit einem hohen Maß an Mehrwert, um das Technologiepotenzial zu nutzen;
3. Applikationsmanagement: Verwaltung, Überwachung und ständige Weiterentwicklung der technologischen Lösungen.

Mit seinen Unternehmungen in Europa und seinen Hauptniederlassungen in Deutschland, Italien und dem Vereinigten Königreich erzielte Reply 2012 einen Umsatz von fast € 495 Mio. Reply ist an der Börse „Borsa Italiana“ gelistet [REY IM].

Juni 1996: Reply wird von einer Gruppe von Managern aus dem IT-Bereich unter der Leitung von Mario Rizzante gegründet.

2000-2005

Dezember 2000: Reply ist am Neuen Markt der italienischen Börse gelistet.

Oktober 2003: Reply gründet ein firmeninternes Forschungszentrum für den Einsatz und die Applikation von RFID-Technologien.

Mai 2005: Reply kauft eine Niederlassung des Fiat-Konzerns, die sich mit der Verwaltung von externen Kunden von Fiat Gesco befasst.

Dezember 2005-April 2006: Reply unterzeichnet einen Vertrag für die Übernahme der syskoplan AG. Die deutsche, an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistete Gesellschaft ist auf CRM-Consulting spezialisiert

2006-2007

November 2006: Reply gründet in Zusammenarbeit mit Microsoft und Intel das erste italienische Labor, in dem Gesellschaftern die neuen Microsoft-Technologien Vista und Office 2007 testen können.

März 2007: Reply und EMC-Corporation, der Marktführer auf dem Gebiet der Dateninfrastrukturlösungen, unterzeichnen einen Partnerschaftsvertrag.

2008-2009

März 2008: Reply erwirbt 100% des Aktienkapitals von Communication Valley S.p.A., einer Gesellschaft, die Beratungs- und Integrationsdienste anbietet.

Juli 2008: Reply erwirbt 100% des Aktienkapitals von „glue“, einem Unternehmen, das auf Beratung für und die Entwicklung von serviceorientierten Integrationsarchitekturen (SOA, SaaS) spezialisiert ist.

2009:

Januar 2009: Reply kauft das Motorola-Forschungszentrum in Turin

Mai 2009: Reply gründet Live Reply, eine neue Gesellschaft, die fortschrittliche Services und digitale Contents für Mobile, Web und TV anbietet.

Mai 2009: Google und Open Reply, eine Gesellschaft des Reply-Konzerns, die auf Open Source-Technologien spezialisiert ist, unterzeichnen einen Partnerschaftsvertrag für Google Apps Premier Edition

August 2010: Reply erwarb 75,016% des Aktienkapitals von Riverland Solutions GmbH, einer auf Consulting und Systemintegration auf Oracle Applications spezialisierten Gesellschaft

2010-2011

März 2011: Technology Reply eröffnet Exalab, das erste italienische Kompetenzzentrum für Oracle Exadata Database Machine

April 2011: Reply gründet Storm Reply, eine auf innovative Dienste im Bereich des Cloud Computing spezialisierte Gesellschaft

November 2011: Reply verstärkt seine Präsenz in Europa mit dem Erwerb von 80% der Aktien von Portaltech, einer britischen Gesellschaft, die auf die Beratung und die Implementierung von Strategien für den elektronischen Handel über mehrere Kanäle spezialisiert ist

2012:

August 2012: Reply baut seine Präsenz im Bereich Cloud Computing durch den Erwerb von 100% der Aktien der Arlanis Software AG aus. Dieses deutsche Unternehmen ist auf Consulting und Data Integration spezialisiert

November 2012: Reply gründet Pay Reply, eine auf Consulting und die Entwicklung technologischer Plattformen für Remote und Proximity Payments spezialisierte Gesellschaft

Dezember 2012: Reply erwirbt Avvio Design Associates Ltd. Die britische Gesellschaft ist auf Consulting und Implementierung von Strategien und Lösungen für Brand Engagement und Internal Communications spezialisiert, die auf Corporate Social Networking beruhen

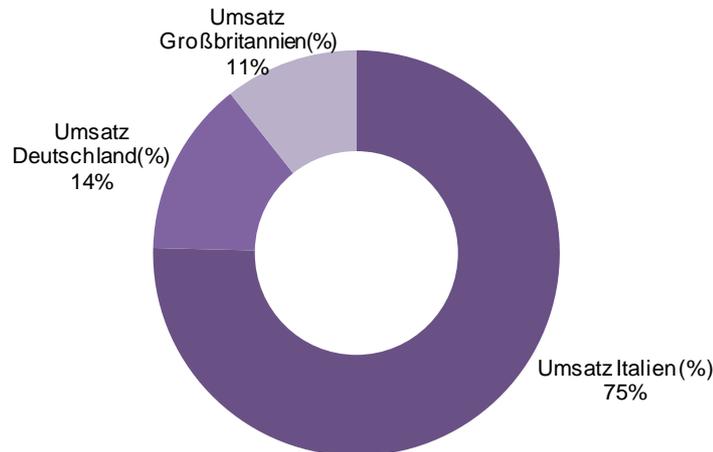
Marktfokus

Reply unterstützt die wichtigsten europäischen Unternehmen aus den Marktsegmenten Telekommunikation und Medien, Banken, Versicherungen und Finanzinstitute, Industrie und Dienstleistungen, Energie- und Versorgungsunternehmen sowie aus der öffentlichen Verwaltung:

- Reply ist einer der führenden Player im Konvergenzprozess der Telekommunikations- und Medienbranche mit einem besonderen Fokus auf Komponenten mit Bezug auf VAS, digitales Fernsehen, Management digitaler Inhalte sowie Dienstleistungen im Bereich Abrechnungen und CRM;
- Reply kooperiert mit großen **Bankinstituten und Versicherungsgesellschaften**, um Lösungen zu identifizieren und implementieren, die eine Optimierung der Kernprozesse mit einer wesentlichen Verbesserung der Datenmanagement-Effizienz ermöglichen. Genauer gesagt arbeitet Reply an der Definition von End-to-End-Strategien und Lösungen durch die Integration der einzelnen Komponenten und die Bereitstellung aller erforderlichen Fertigkeiten wie Beratung, Verarbeitung, Entwicklung, Applikation und Technologie;
- Reply hat eine Reihe spezieller Angebote für die wichtigsten vertikalen Bereiche der Branche ausgearbeitet und unterstützt damit **Energie- und Versorgungsunternehmen** mit Bezug auf eine änderungsspezifische und betriebliche, organisatorische und technologische Ausrichtung. Reply konzentriert sich dabei insbesondere auf die Entwicklung von Modellen und die Erstellung von Anwendungslösungen für die Hauptprozesse in den Bereichen CRM und Abrechnungen auf dem Energiemarkt, hat jedoch auch mit wichtigen europäischen Energielieferanten an der Implementierung von Lösungen in den Bereichen Preisvergabe, Prognose und Energiedatenmanagement zusammengearbeitet;
- für die **zentrale öffentliche Verwaltung** und das **staatliche Gesundheitswesen** stellt Reply seine Erfahrungen aus den Bereichen der Entwicklung von Online-Systemen auf höchstem

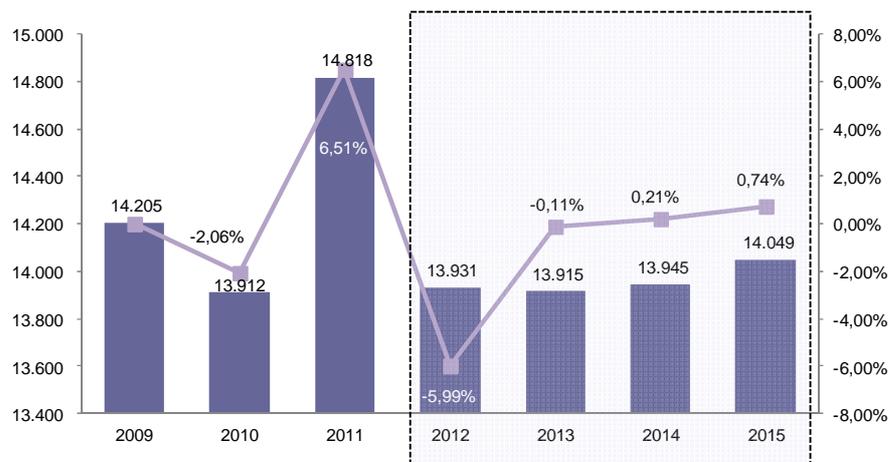
technischem Niveau zur Verfügung. Reply bietet spezifische Lösungen für das Management der Beziehungen und der Kommunikation zwischen öffentlichen Instanzen und Bürgern.

Die folgende Grafik zeigt die geographische Aufteilung der Reply-Erträge:

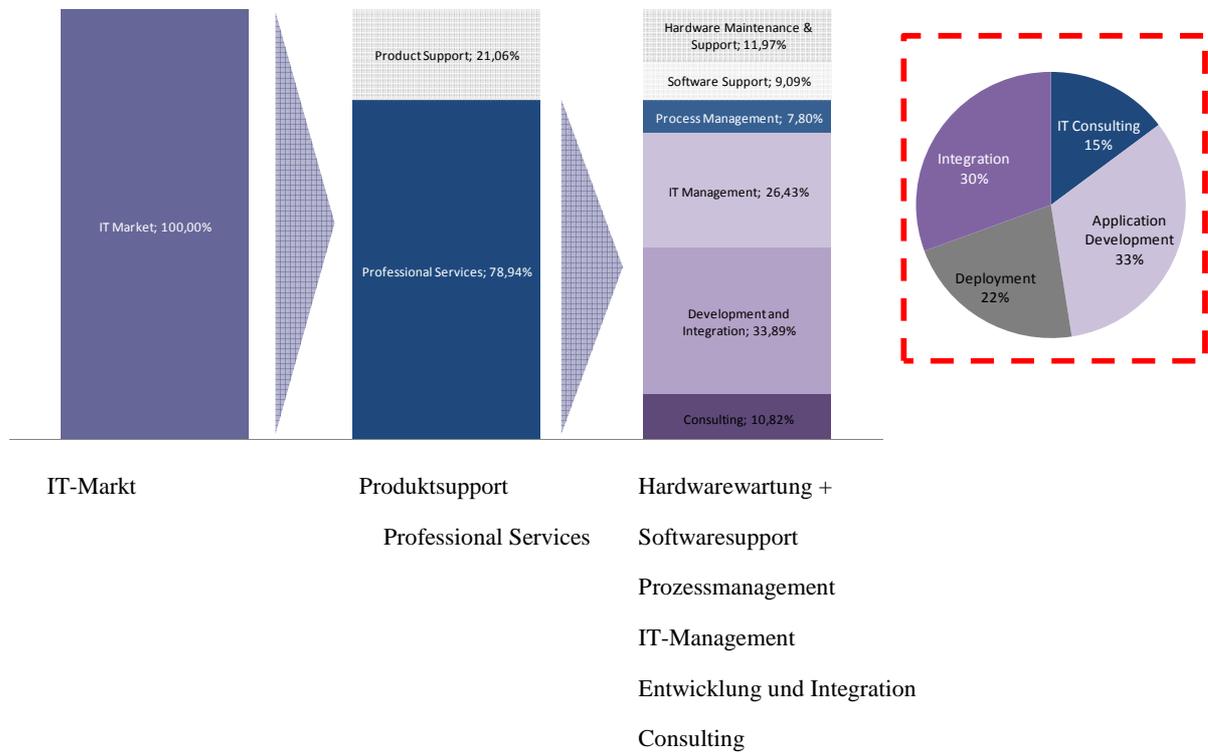


3. Referenzmarkt

In Anbetracht der Tatsache, dass der größere Teil des Umsatzes von Reply in Italien erzeugt wird, beschreiben wir kurz den italienischen IT-Markt und stellen dann Informationen über die weltweiten Markttrends zur Verfügung. Der italienische IT-Markt hat 2011 eine Größe von \$ 14.818 Mio. mit einem Wachstum von 6,51% im Vergleich zu 2010 erzielt. Der Markt wird 2012 voraussichtlich schrumpfen und einen Wert von \$ 13.931 Mio. erreichen. 2015 wird der Markt voraussichtlich einen Wert von \$ 14.049 erreichen und die CAGR für den Zeitraum 2012-2015 wird 0,28% entsprechen.

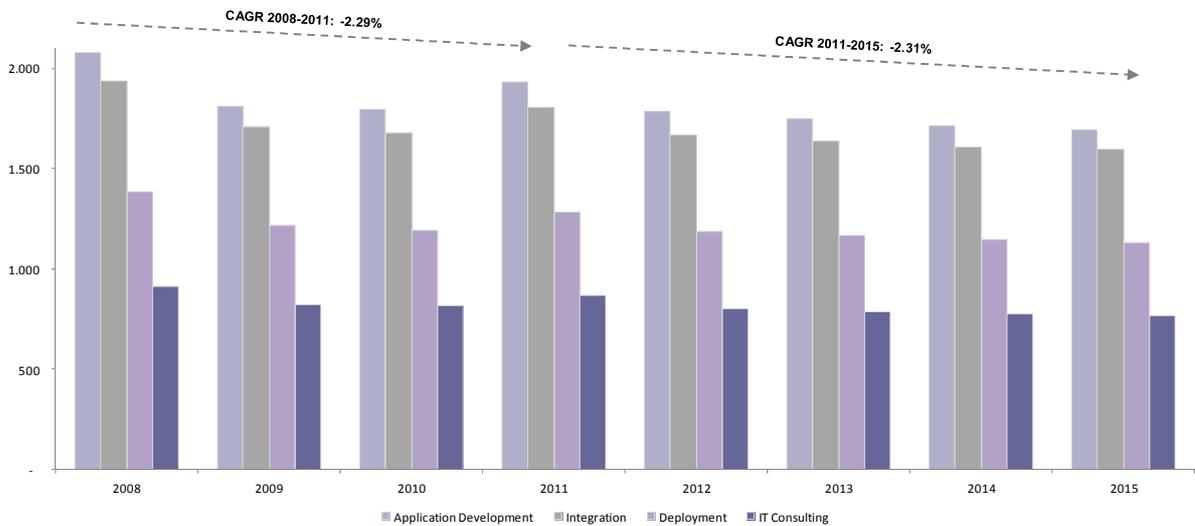


In der folgenden Grafik wird die IT-Marktzusammensetzung unter Aufzählung der Segmente, in denen Reply tätig ist, zusammengefasst.

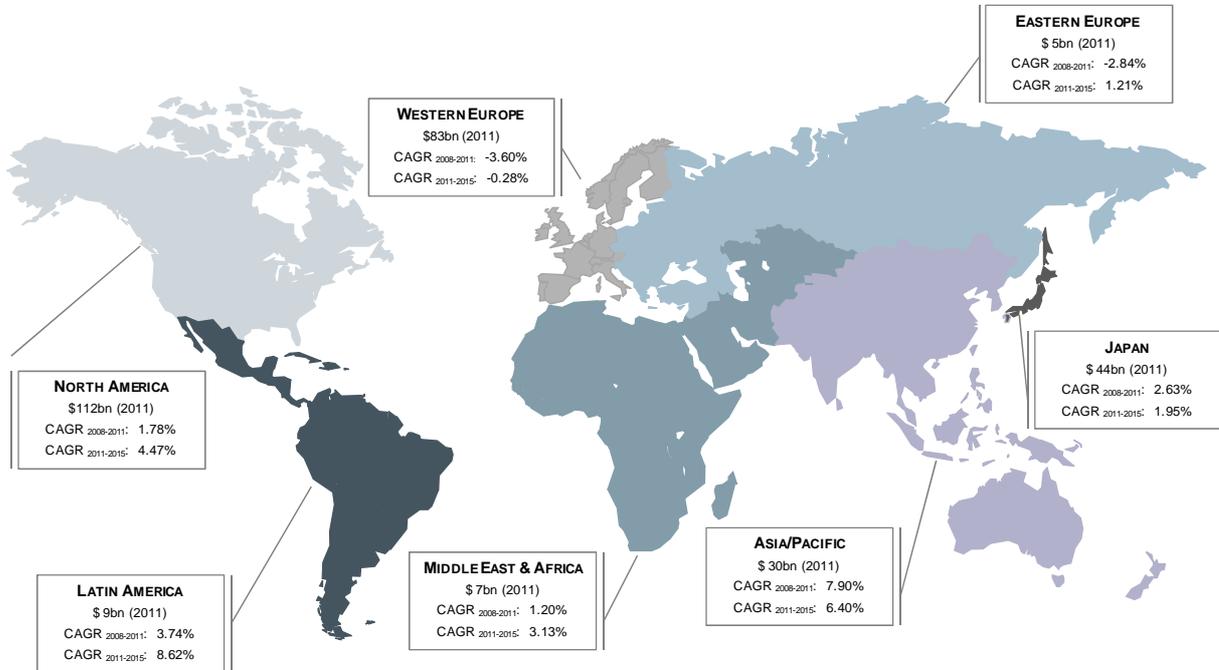


Die folgende Grafik zeigt die historischen und voraussichtlichen Trends für die vier Segmente, in denen die Gesellschaft tätig ist (d.h. **Integration, Deployment, IT Consulting und Applikationsentwicklung**), sowie ihre geographische Aufteilung.

Bezüglich der italienischen Märkte war die CAGR für den Zeitraum 2008-2011 mit -2,29% negativ, was mit den Projektionen für den Zeitraum 2011-2015 übereinstimmt, die eine negative CAGR in Höhe von -2,31% vorausgesagt haben.



Weltweit ist das wichtigste geographische Gebiet hinsichtlich Marktgröße für die vier genannten Segmente Nordamerika, welches eine Marktgröße von \$ 112.000 Mio und eine positive CAGR aufwies, die sich wohl auch in den nächsten Jahren bestätigen wird.



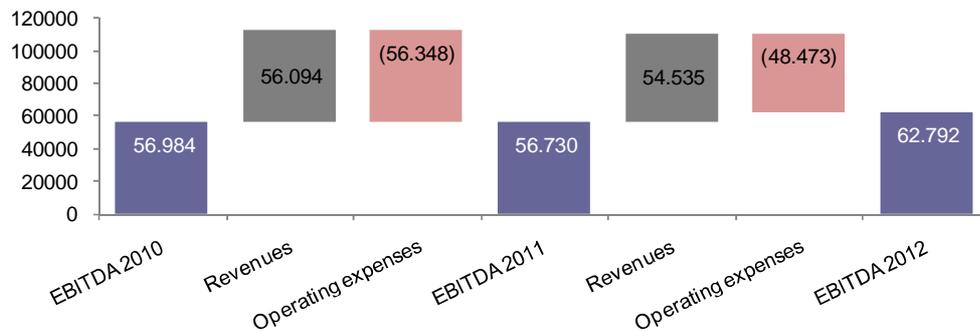
4. Konsolidierte historische Finanzzahlen

Die konsolidierten historischen Jahresabschlüsse für die am 31. Dezember endenden Jahre 2009-2012 basierend auf IFRS mit Ausweis des ersten Quartals 2013 sehen wie folgt aus:

REPLY SPA					
Gewinn- und Verlustrechnung	2009	2010	2011	2012	Q1 2013
TEUR	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS
UMSATZERLÖSE	340.166	384.202	440.296	494.831	134.493
Wachstum %	n.a.	12,9%	14,6%	12,4%	n.a.
Betriebsausgaben	(297.713)	(327.218)	(383.566)	(432.039)	(115.781)
% der Umsatzerlöse	-87,5%	-85,2%	-87,1%	-87,3%	-86,1%
Einkäufe	(8.207)	(8.652)	(8.703)	(10.894)	(2.629)
Operative IT-Berater	(52.994)	(63.537)	(91.427)	(107.792)	(29.826)
Sonstige Dienstleistungen	(53.401)	(54.638)	(62.673)	(66.050)	(16.993)
Mieten	(6.047)	(6.269)	(6.335)	(6.398)	(1.619)
Personal	(176.652)	(194.122)	(215.056)	(239.258)	(64.713)
Abschreibung von Vermögenswerten	(738)	0	628	368	(0)
Abschreibung von Forderungen	326	0	0	0	0
Risikorückstellungen	0	0	0	(2.015)	0
EBITDA	42.453	56.984	56.730	62.792	18.712
% der Umsatzerlöse	12,5%	14,8%	12,9%	12,7%	13,9%
Abschreibungen	(6.566)	(7.645)	(6.960)	(7.223)	(1.711)
Incidenza su Ricavi Totali %	-1,9%	-2,0%	-1,6%	-1,5%	-1,3%
EBIT	35.887	49.339	49.770	55.569	17.001
% der Umsatzerlöse	10,5%	12,8%	11,3%	11,2%	12,6%
Nettofinanzeinkünfte/(-ausgaben)	(1.914)	(1.476)	(2.192)	(1.984)	(442)
% der Umsatzerlöse	-0,6%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,3%
Außerordentliche Nettofinanzeinkünfte/(-ausgaben)	125	(7.769)	(1.105)	(3.319)	0
% der Umsatzerlöse	0,0%	-2,0%	-0,3%	-0,7%	0,0%
EBT	34.098	40.094	46.473	50.266	16.559
% der Umsatzerlöse	10,0%	10,4%	10,6%	10,2%	12,3%
Steuern	(17.098)	(19.482)	(21.327)	(22.006)	(7.232)
% der Umsatzerlöse	-5,0%	-5,1%	-4,8%	-4,4%	-5,4%
NETTOGEWINN/(-VERLUST)	17.000	20.612	25.146	28.260	9.327
% der Umsatzerlöse	5,0%	5,4%	5,7%	5,7%	6,9%
Nettogewinn (-verlust) der Minderheitsgesellschafter	367	245	996	1.164	249
% der Umsatzerlöse	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
KONZERNNETTOGEWINN/(-VERLUST)	16.633	20.367	24.150	27.096	9.078
% der Umsatzerlöse	4,9%	5,3%	5,5%	5,5%	6,7%

Die Umsatzerlöse wiesen 2011 und 2012 einen Anstieg von 14,6% bzw. 12,4% auf und erreichten 2012 einen Wert von € 494.831 Tausend (€ 134.493 Tausend in den ersten drei Monaten des Jahres 2013). Dieses Umsatzwachstum stammte teilweise aus dem Erwerb von (i) Arlanis Software A.G., einer deutschen, auf Consulting und Data Integration spezialisierten Gesellschaft, die ein führender Anbieter von Salesforce.com Lösungen ist, und dem Erwerb von (ii) Avvio Design Associates Ltd., einer auf Consulting und Implementierung von Strategien und Lösungen für Brand Engagement und Internal Communications, die auf Corporate Social Networking beruhen, spezialisierten britischen Gesellschaft.

Die Betriebsausgaben stiegen 2011 auf € 383.566 Tausend von € 432.039 Tausend im Jahr 2012, was 87,1% bzw. 87,3% der Umsatzerlöse entspricht. Im ersten Quartal 2013 entsprachen sie € 115.781 Tausend (86,1% der Umsatzerlöse).



Das EBITDA wies eine Steigerung von € 56.730 Tausend im Jahr 2011 auf € 62.792 Tausend im Jahr 2012 auf, auch wenn es relativ gesehen von 12,9% im Jahr 2011 auf 12,7% im Jahr 2012 fiel (€ 18.712 Tausend im ersten Quartal 2013, was 13,9% der Umsatzerlöse entspricht).

Der EBIT-Trend stimmte mit dem des EBITDA überein; das EBIT stieg von € 49.770 Tausend (11,3% der Umsatzerlöse) im Jahr 2011 auf € 55.569 Tausend (11,2% der Umsatzerlöse) im Jahr 2012. Im ersten Quartal 2013 entsprach es € 17.001 Tausend (12,6% der Umsatzerlöse).

Das EBT belief sich 2012 auf € 50.266 Tausend (10,2% der Umsatzerlöse) mit einem Anstieg von 8,2% im Vergleich zum Vorjahr, als es € 46.473 Tausend (10,6% der Umsatzerlöse) entsprach. Diese Zahl unterlag dem Einfluss von *i*) Nettofinanzausgaben von € 1.984 Tausend, primär mit Bezug auf Darlehen für M&A-Transaktionen, und *ii*) außerordentlichen Nettoausgaben in Höhe von € 3.319 Tausend, die auf die Anpassung der Verbindlichkeiten mit Bezug auf die variable Vergütung für den Erwerb der britischen Gesellschaft Portaltech Reply Ltd. zurückzuführen waren und sich aufgrund der besseren Ergebnisentwicklung der Gesellschaft im Vergleich zu dem ursprünglichen, bei der Schätzung des Earn-Out verwendeten Plan als erforderlich erwiesen. Im ersten Quartal 2013 entsprach das EBT € 16.559 Tausend (12,3% der Umsatzerlöse).

Nach Steuern und Nettogewinn der Minderheitsgesellschafter belief sich der Konzernnettogewinn 2012 auf € 27.096 Tausend (5,5% der Umsatzerlöse) und wies einen Anstieg von 12,2% im Vergleich zum Vorjahr auf, in dem er € 24.150 Tausend (5,5% der Umsatzerlöse) betrug. Der Konzernnettogewinn für die ersten drei Monate des Jahres 2013 belief sich auf € 9.078 Tausend (6,7% der Umsatzerlöse).

REPLY SPA					
Bilanz	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/03/2013
TEUR	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS	Historisch IAS/IFRS
Immaterielle Vermögenswerte	72.691	79.038	102.826	111.155	111.068
Materielle Vermögenswerte	9.823	8.437	10.361	11.561	11.290
Finanzielle Vermögenswerte	8	92	58	23	7
SACHANLAGEN	82.522	87.567	113.245	122.739	122.365
Unfertige Erzeugnisse	25.600	15.971	10.184	15.428	24.746
Forderungen	153.725	189.145	219.764	237.700	216.182
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	21.349	25.062	35.794	40.903	50.757
Verbindlichkeiten	(36.184)	(37.702)	(48.005)	(56.656)	(56.416)
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	(65.159)	(88.658)	(90.865)	(102.160)	(115.614)
NETTO UMLAUFVERMÖGEN	99.331	103.818	126.872	135.215	119.656
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>29,2%</i>	<i>27,0%</i>	<i>28,8%</i>	<i>27,3%</i>	<i>22,2%</i>
Buchwert Abgangschadigungsfonds*	(15.492)	(16.678)	(16.852)	(18.818)	(20.555)
Forderungen gegen Versicherungen in Verbindung mit den Rentenplänen		2.733	2.978	2.852	2.880
Sonstige Fonds	(23.232)	(23.038)	(19.213)	(20.482)	(20.855)
INVESTIERTES NETTO KAPITAL	145.542	154.402	207.030	221.506	203.492
Bankdarlehen (kurzfristig)	3.900	23.793	34.050	35.382	9.801
Bankdarlehen (langfristig)	39.006	27.177	23.939	22.103	21.606
Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitsgesellschaftern	4.768	15.798	32.307	40.190	38.740
Sonstige Darlehen	1.561	531	450	1.046	968
Finanzielle Forderungen	(815)	(1.601)	(1.292)	(1.683)	(917)
Bargeld und bargeldähnliche Mittel	(33.163)	(50.125)	(40.444)	(53.992)	(52.089)
NETTO FINANZPOSITION	15.257	15.573	49.010	43.046	18.108
Konzerneigenkapital	123.823	137.493	156.100	175.756	183.877
Minderheitsgesellschafter	6.462	1.331	1.917	2.704	1.507
EIGENKAPITAL	130.285	138.824	158.017	178.460	185.384

* Der Abfertigungsfonds beinhaltet auch einen Fonds mit Bezug auf „Treuerückstellungen“

Mit Stand vom 31. März 2013 beliefen sich die immateriellen Vermögenswerte auf € 111.068 Tausend und sie bestanden aus Goodwill in Höhe von € 105.195 sowie sonstigen immateriellen Vermögenswerten (Software, Handelsmarken, Entwicklungskosten und sonstige), welche sich auf € 5.873 Tausend beliefen. Die materiellen Sachanlagen beliefen sich auf € 11.290 Tausend und bestanden primär aus Gebäuden, Hardware sowie sonstigen Vermögenswerten. Die finanziellen Vermögenswerte beliefen sich auf € 7 Tausend und bestanden aus den Beteiligungen an Next Next S.r.l. und Bio Science S.c.a.r.l.

Am selben Datum wies das Nettoumlaufvermögen einen positiven Wert von € 119.656 Tausend (22,2% der Umsatzerlöse) auf, während sich der TFR (einschließlich des Fonds für „Treuerückstellungen“) auf € 20.555 Tausend, die Versicherungsforderungen mit Bezug auf Rentenpläne auf € 2.880 Tausend und die sonstigen Fonds, die aus Verbindlichkeiten (€ 10,832 Tausend) und Rückstellungen (€ 10,023 Tausend) für latente Steuern bestanden, auf € 20.855 Tausend beliefen.

Mit Stand vom 31. März 2013 war die Nettofinanzposition der Gesellschaft negativ und belief sich auf € 18.108 Tausend; sie bestand primär aus (kurz- und langfristigen) Bankdarlehen in Höhe von € 31.407 Tausend, Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitsgesellschaftern in Höhe von € 38.740 Tausend sowie Bargeld und bargeldähnlichen Mitteln in Höhe von € 52.089 Tausend. Dabei muss erwähnt werden, dass die Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitsgesellschaftern aus Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitsgesellschaftern von Reply sowie für M&A-Transaktionen

¹ Basierend auf dem Bedarf der Gesellschaft für die laufende Geschäftstätigkeit ist das Management zu der Einschätzung gelangt, dass € 11.985 Tausend als freie Liquidität anzusehen sind.

(Earn-Out) bestanden. Mit Stand vom 31. März 2013 belief sich das Eigenkapital auf € 185.384 Tausend und setzte sich aus dem Konzerneigenkapital in Höhe von € 183.877 Tausend sowie Minderheitsanteilen von € 1.507 Tausend zusammen. Dabei belief sich das gänzlich gezeichnete und einbezahlte Kapital von Reply auf € 4.804 Tausend und bestand aus 9.237.857 Stammaktien zu je € 0,52. Die Gesellschaft besitzt 235.813 eigene Aktien, die sich auf € 3.605 Tausend belaufen.

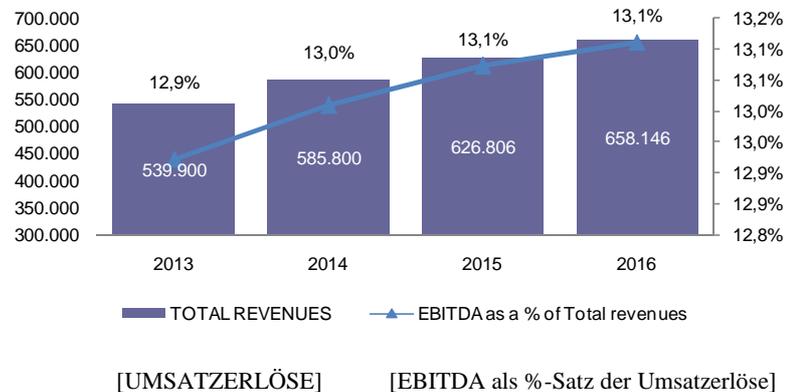
5. Projektionen

Die nachstehenden Tabellen zeigen die Projektionen für den Zeitraum 2013-2016 mit Ausweis des ersten Quartals 2013:

REPLY SPA					
Gewinn- und Verlustrechnung	Q2-Q4 2013	2013	2014	2015	2016
TEUR	Prognose	Prognose	Projektionen	Projektionen	Projektionen
UMSATZERLÖSE	405.407	539.900	585.800	626.806	658.146
Wachstum %	n.d.	9,1%	8,5%	7,0%	5,0%
Betriebsausgaben	(354.356)	(470.137)	(509.597)	(544.866)	(571.855)
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>-87,4%</i>	<i>-87,1%</i>	<i>-87,0%</i>	<i>-86,9%</i>	<i>-86,9%</i>
<i>Einkäufe</i>	<i>(9.257)</i>	<i>(11.886)</i>	<i>(12.897)</i>	<i>(13.800)</i>	<i>(14.489)</i>
<i>Operative IT-Berater</i>	<i>(87.783)</i>	<i>(117.610)</i>	<i>(127.608)</i>	<i>(136.541)</i>	<i>(143.368)</i>
<i>Sonstige Dienstleistungen</i>	<i>(55.073)</i>	<i>(72.066)</i>	<i>(78.193)</i>	<i>(83.666)</i>	<i>(87.849)</i>
<i>Mieten</i>	<i>(4.907)</i>	<i>(6.526)</i>	<i>(6.656)</i>	<i>(6.790)</i>	<i>(6.925)</i>
<i>Personal</i>	<i>(196.336)</i>	<i>(261.050)</i>	<i>(283.243)</i>	<i>(303.070)</i>	<i>(318.223)</i>
<i>Abschreibung von Vermögenswerten</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Abschreibung von Forderungen</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Risikorückstellungen</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>	<i>(1.000)</i>
EBITDA	51.051	69.763	76.203	81.940	86.291
% der Umsatzerlöse	12,6%	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%
Abschreibungen	(6.878)	(8.588)	(8.191)	(8.018)	(8.913)
<i>Incidenza su Ricavi Totali %</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-1,4%</i>
EBIT	44.173	61.175	68.012	73.922	77.378
% der Umsatzerlöse	10,9%	11,3%	11,6%	11,8%	11,8%
Nettofinanzeinkünfte/(-ausgaben)	(1.457)	(1.899)	(1.557)	(1.469)	(81)
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>0,0%</i>
Außerordentliche Nettofinanzeinkünfte/(-ausgaben)	0	0	0	0	0
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
EBT	42.716	59.276	66.456	72.453	77.297
% der Umsatzerlöse	10,5%	11,0%	11,3%	11,6%	11,7%
Steuern	(18.775)	(26.007)	(28.857)	(31.282)	(33.175)
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>-5,0%</i>
NETTO GEWINN/(-VERLUST)	23.941	33.268	37.599	41.171	44.122
% der Umsatzerlöse	5,9%	6,2%	6,4%	6,6%	6,7%
Nettogewinn (-verlust) der Minderheitsgesellschafter	583	833	918	886	976
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>
KONZERNNETTO GEWINN/(-VERLUST)	23.358	32.436	36.680	40.285	43.146
% der Umsatzerlöse	5,8%	6,0%	6,3%	6,4%	6,6%

Die Gesellschaft rechnet damit, mit einem Anstieg von 9,1% im Vergleich zum Vorjahr (€ 405.407 Tausend in den letzten drei Quartalen des Jahres) 2013 Umsatzerlöse in Höhe von € 539.900 Tausend zu generieren. Für die darauffolgenden Projektionsjahre hat das Management ein Wachstum von 8,5% für 2014, von 7,0% für 2015 und 5,0% für 2016 vorausgesagt, womit voraussichtlich dank der durch

Innovationen entlang der gesamten wirtschaftlichen Wertschöpfungskette erzielten starken Wettbewerbsposition ein Wert der Umsatzerlöse in Höhe von € 658.146 Tausend erreicht wird.



Das EBITDA wird von € 69.763 Tausend (12,9% der Umsatzerlöse) im Jahr 2013 (€ 51.051 Tausend in den letzten drei Quartalen des Jahres) 2016 voraussichtlich leicht ansteigen und zwar auf € 86.291 Tausend (13,1% der Umsatzerlöse); dies ist zurückzuführen auf die erwartete Senkung der Betriebsausgaben bezogen auf die Umsatzerlöse während der gesamten Projektperiode von 87,1% im Jahr 2013 (87,4% während der letzten drei Quartale 2013) auf 86,9% im Jahr 2016. Das Management hat die Betriebsausgaben im Einzelnen wie folgt geschätzt:

- Einkäufe: Sie wurden auf der Grundlage des 2012 ausgewiesenen Prozentsatzes bezogen auf die Umsatzerlöse prognostiziert (2,2%);
- operative IT-Berater: Sie wurden unter Berücksichtigung eines jährlichen Anstiegs in Höhe des Wachstums der Umsatzerlöse prognostiziert (9,1% im Jahr 2013, 8,5% im Jahr 2014, 7,0% im Jahr 2015 und 5,0% im Jahr 2016);
- sonstige Dienstleistungen: Sie wurden unter Berücksichtigung eines jährlichen Anstiegs in Höhe des Wachstums der Umsatzerlöse prognostiziert (9,1% im Jahr 2013, 8,5% im Jahr 2014, 7,0% im Jahr 2015 und 5,0% im Jahr 2016);
- Mieten: Sie wurden unter Berücksichtigung eines jährlichen Inflationswachstums prognostiziert (2,0%);
- Personal: Sie wurden unter Berücksichtigung eines jährlichen Anstiegs in Höhe des Wachstums der Umsatzerlöse prognostiziert (9,1% im Jahr 2013, 8,5% im Jahr 2014; 7,0% im Jahr 2015 und 5,0% im Jahr 2016);
- Risikorückstellungen: Sie wurden in Höhe von € 1.000 Tausend pro Jahr prognostiziert.

Die Abschreibungen wurden auf der Grundlage der Restnutzungsdauer materieller und immaterieller Vermögenswerte sowie auf der Grundlage der geschätzten Nutzungsdauer nachträglicher Anschaffungs- oder Herstellungskosten.

Es wurde davon ausgegangen, dass der EBIT-Trend dem des EBITDA entspricht und er von 11,3% der Umsatzerlöse im Jahr 2013 (10,9% der Umsatzerlöse in den letzten drei Quartalen des Jahres) auf 11,8% der Umsatzerlöse im Jahr 2016 steigen wird.

Das EBT wird voraussichtlich von € 59.276 Tausend (11,0% der Umsatzerlöse) im Jahr 2013 (€ 42.716 Tausend in den letzten drei Quartalen des Jahres) nach Nettofinanzaufwendungen auf € 77.297

Tausend (11,7% der Umsatzerlöse) im Jahr 2016 steigen. Die Berechnung der Finanzaufwendungen erfolgte auf der Grundlage des durchschnittlichen Verschuldungsniveaus (Jahresanfang bis –ende), multipliziert mit einem Kreditaufnahmesatz basierend auf dem Euribor-Zinssatz mit einer Laufzeit von 3 Monaten zuzüglich 350 BP, und der Finanzerträge aus den durchschnittlichen Kassenbeständen multipliziert mit einem Kreditvergabesatz basierend auf dem Euribor-Zinssatz mit einer Laufzeit von 3 Monaten abzüglich 30 BP.

Der Nettogewinn wird 2013 voraussichtlich € 33.268 Tausend (6,2% der Umsatzerlöse) (€ 23.941 Tausend in den letzten drei Quartalen des Jahres 2013) und 2016 € 44.122 Tausend (6,7% der Umsatzerlöse) entsprechen, und zwar nach Steuern in Anwendung des gesetzlichen Steuersatzes auf die entsprechenden Steuergrundlagen der drei größten Länder, in denen die Gesellschaft tätig ist, wobei die italienische Steuer IRAP nur auf Italien angewendet wird. Der Konzernnettogewinn wird 2013 voraussichtlich € 32.436 Tausend (6,0% der Umsatzerlöse) (€ 23.358 Tausend in den letzten drei Quartalen des Jahres 2013) und 2016 € 43.146 Tausend (6,6% der Umsatzerlöse) entsprechen, und zwar nach dem Nettogewinn der Minderheitsgesellschafter, welcher als ein Anteil der erwarteten Gewinne von Tochtergesellschaften mit Minderheitsgesellschaftern geschätzt wird.

REPLY SPA					
Bilanz	31/12/2013	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
TEUR	Prognose	Prognose	Projektionen	Projektionen	Projektionen
Immaterielle Vermögenswerte	110.155	110.155	109.609	108.869	108.534
Materielle Vermögenswerte	11.973	11.973	12.328	13.050	12.472
Finanzielle Vermögenswerte	7	7	7	7	7
SACHANLAGEN	122.135	122.135	121.944	121.926	121.013
Unfertige Erzeugnisse	16.833	16.833	18.264	19.543	20.520
Forderungen	259.350	259.350	281.398	301.096	316.151
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	44.628	44.628	48.423	51.812	54.403
Verbindlichkeiten	(61.681)	(61.681)	(66.800)	(71.377)	(74.885)
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	(111.357)	(111.357)	(120.723)	(129.095)	(135.501)
NETTO UMLAUFVERMÖGEN	147.773	147.773	160.563	171.980	180.687
<i>% der Umsatzerlöse</i>	<i>27,3%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,5%</i>
Buchwert Abgangschädigungsfonds*	(15.973)	(15.973)	(15.612)	(15.213)	(14.774)
Forderungen gegen Versicherungen in Verbindung mit den Rentenplänen	2.909	2.909	2.967	3.027	3.087
Sonstige Fonds	(17.613)	(17.613)	(14.744)	(12.625)	(12.825)
INVESTIERTES NETTO KAPITAL	239.230	239.230	255.118	269.094	277.188
Bankdarlehen (kurzfristig)	37.137	37.137	37.481	37.093	5.786
Bankdarlehen (langfristig)	12.322	12.322	2.666	666	0
Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitsgesellschaftern	32.011	32.011	24.156	11.608	10.080
Sonstige Darlehen	968	968	968	968	968
Finanzielle Forderungen	(917)	(917)	(917)	(917)	(917)
Bargeld und bargeldähnliche Mittel	(31.824)	(31.824)	(27.691)	(30.172)	(22.624)
NETTO FINANZPOSITION	49.697	49.697	36.663	19.246	(6.707)
Konzerner Eigenkapital	187.702	187.702	216.220	247.639	281.333
Minderheitsgesellschafter	1.832	1.832	2.235	2.209	2.561
EIGENKAPITAL	189.534	189.534	218.455	249.848	283.895

* Der Abfertigungsfonds beinhaltet auch einen Fonds mit Bezug auf „Treuerückstellungen“

Das Management hat den Betrag materieller und immaterieller Vermögenswerte auf der Grundlage *i)* kurzfristiger Vermögenswerte sowie deren Abschreibungspläne und *ii)* des Kapitalaufwands sowie der damit zusammenhängenden Abschreibungspläne prognostiziert. Der Kapitalaufwand wurde auf € 8.000 Tausend für jedes Jahr der Projektionen (€ 6648 während der letzten drei Quartale des Jahres 2013) geschätzt, und dabei wurde davon ausgegangen, dass sich € 2.800 Tausend auf immaterielle Vermögenswerte (Entwicklungskosten und Software) sowie € 5.200 Tausend auf materielle Vermögenswerte (Maschinen und Hardware) beziehen.

Das voraussichtliche Nettoumlaufvermögen wurde davon ausgehend, dass DSO und DPO den Werten von 2012 entsprechen, geschätzt, und das Ergebnis war ein während der Planungsperiode stabiler Prozentsatz der Umsatzerlöse.

Mit Bezug auf den Abfertigungsfonds ist das Management hinsichtlich des italienischen Teils von einer jährlichen Steigerung dank des kombinierten Effekts einer Neubewertung von 3% und einer Fluktuation von 5% ausgegangen. Bezüglich des außerordentlichen Austritts deutscher Angestellter hingegen hat es einen Rückgang von € 4.299 Tausend vorhergesagt. Was Versicherungsforderungen mit Bezug auf Rentenpläne anbelangt, so hat das Management einen Inflationsanstieg von 2% prognostiziert. Hinsichtlich sonstiger Fonds rechnet das Management mit einer jährlichen Auflösung (während insgesamt drei Jahren) des Motorola-Fonds in Höhe von € 2.319 Tausend, einer jährlichen Auflösung (während insgesamt zwei Jahren) von Risikorückstellungen in Höhe von € 750 Tausend neben einem allgemeinen jährlichen Nettoanstieg von € 200 Tausend.

Die Nettofinanzposition hat das Management unter Berücksichtigung der folgenden Hauptannahmen prognostiziert:

- Bankdarlehen (kurzfristig): Sie wurden basierend auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie basierend auf dem generierten Kassenbestand prognostiziert. Die Gesellschaft wird im letzten Jahr der Projektion für 2016 in der Tat einen Teil des generierten Kassenbestands zur Reduzierung der kurzfristigen Verschuldung einsetzen und so den Zinsaufwand senken;
- Bankdarlehen (langfristig): Sie wurden auf der Grundlage der in den Darlehensverträgen aufgeführten Bedingungen prognostiziert;
- Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitsgesellschaftern: Sie wurden auf der Grundlage der in den Kaufverträgen aufgeführten Bedingungen prognostiziert;
- Sonstige Darlehen und finanzielle Forderungen: Sie wurden in Höhe ihres Betrags mit Stand vom 31. März 2013 prognostiziert.

Das Management hat das Minderheiteneigenkapital unter Berücksichtigung der anteiligen prognostizierten Gewinne sowie der Dividendenzahlungen prognostiziert.

REPLY SPA					
Kapitalflussrechnung	Q2-Q4 2013	2013	2014	2015	2016
TEUR	Prognose	Prognose	Projektionen	Projektionen	Projektionen
NETTO GEWINN(-VERLUST)	23.941	33.268	37.599	41.171	44.122
Abschreibungen	6.878	8.588	8.191	8.018	8.913
Nettoumlaufvermögen (Zunahme) Abnahme	(28.117)	(12.558)	(12.790)	(11.417)	(8.708)
Mitarbeiterabfertigungsfonds (Zunahme) Abnahme	(4.581)	(2.845)	(362)	(399)	(438)
Sonstige Fonds (Zunahme) Abnahme	(3.270)	(2.926)	(2.927)	(2.178)	139
Operativer Mittelzufluss	(5.150)	23.528	29.711	35.195	44.028
(Investitionen) Veräußerung immaterieller Vermögenswerte	(2.115)	(2.800)	(2.800)	(2.800)	(2.800)
(Investitionen) Veräußerung materieller Vermögenswerte	(4.532)	(5.200)	(5.200)	(5.200)	(5.200)
(Investitionen) Veräußerung finanzieller Vermögenswerte	0	16	0	0	0
Investition operativer Mittelzuflüsse	(6.648)	(7.984)	(8.000)	(8.000)	(8.000)
Operative Mittelzuflüsse	(11.797)	15.544	21.711	27.195	36.028
Kapitalerhöhung (Dividendenzahlungen)	(19.791)	(22.195)	(8.677)	(9.778)	(10.075)
Finanzverschuldung (Zunahme) Abnahme	11.324	(16.283)	(17.168)	(14.935)	(33.501)
Finanzielle Forderungen (Zunahme) Abnahme	0	766	0	0	0
Mittelzufluss aus Finanzierungen	(8.467)	(37.711)	(25.845)	(24.713)	(43.576)
Gesamter Mittelzufluss	(20.265)	(22.168)	(4.134)	2.481	(7.548)
Kassenbestand zu Beginn	52.089	53.992	31.824	27.691	30.172
Kassenbestand am Ende	31.824	31.824	27.691	30.172	22.624

Die Kapitalflussrechnung zeigt den von der Gesellschaft generierten und verwendeten Kapitalfluss auf der Grundlage der Projektionen bezüglich der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz.

6. Bewertungsmethoden

6.1 Konzernbewertungsmethode

Die größten methodischen Probleme bei Konzernbewertungen beziehen sich auf die Art und den Typ der von einer Holdinggesellschaft ausgeführten Tätigkeiten. Sie kann ganz einfach Kontroll- und Leitungsfunktionen gegenüber Beteiligungen ausüben (reine Holding) oder bestimmte betriebliche Aktivitäten direkt ausführen (Mischholding). Darüber hinaus können die Beteiligungen zu derselben Branche oder zu unterschiedlichen Geschäftsbereichen gehören.

Bei der Bewertung der Holdinggesellschaft haben sich in der wissenschaftlichen Theorie und der beruflichen Praxis zwei alternative Methoden herauskristallisiert:

- separate Bewertung der Muttergesellschaft und von deren Beteiligungen (die „Sum of the Parts“-Methode);
- Bewertung des Konzerns als Ganzes oder auf einer konsolidierten Grundlage („Konsolidierungsmethode“).

Die erste Methode ist generell in Falle reiner Holdinggesellschaften anwendbar, deren Aktivitäten normalerweise in der Verwaltung von Beteiligungen mit unterschiedlichen Aktivitäten bestehen, welche bei einer Konsolidierung nicht angemessen vertreten sind; die zweite eignet sich besonders im Falle von Konzernen, welche sich durch das Vorhandensein hinsichtlich Makrosektor sowie relevanter betrieblicher Verbindungen zwischen Gesellschaften des Konzerns homogenen Gesellschaften auszeichnen. In der Praxis werden sehr oft beide Methoden verwendet und dabei wird die Holding mit der Nettomethode und die zugrundeliegenden Vermögenswerte werden unter Verwendung partieller Unterkonsolidierung bewertet.

Nachfolgend werden die gemeinhin bei der Bewertung von Gesellschaften verwendeten Methoden zusammengefasst; die Discounted Cash Flow-Methode, das Multiplikatoren-Verfahren, die Nettoinventarwertmethode, das Ertragswertverfahren und die Excess Earnings-Methode.

6.2 Discounted Cash Flow-Methode

Gemäß der Discounted Cash Flow-Methode entspricht der Wert einer Gesellschaft dem aktuellen Wert der folgenden Komponenten:

- Summe der in jedem expliziten Prognosejahr generierten Nettomittelzuflüsse;
- der Endwert, der als der aktuelle Wert der Mittelzuflüsse verstanden wird, welche die Gesellschaft über die explizite Prognoseperiode hinaus generieren kann.

Im Rahmen dieser Methode basierend auf Mittelzuflüssen vor Steuern entspricht der Unternehmenswert der Summe freier Mittelzuflüsse aus Geschäftstätigkeit (d.h. mit Ausnahme der finanziellen Geschäftstätigkeit), die unter Verwendung von WACC, dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostenansatz, diskontiert werden.

Der WACC berücksichtigt sowohl die Eigenkapitalkosten als auch die Fremdkapitalkosten, welche der Gesellschaft bei ihren Investitionsaktivitäten entstehen würden.

Die bei der Ermittlung des Unternehmenswertes (EV) verwendete Formel lautet:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

mit:

F_t = freie Mittelzuflüsse vor Steuern (freie Mittelzuflüsse aus Geschäftstätigkeit);

WACC = gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten;

n = explizite Prognoseperiode;

TV = Endwert, bei dem es sich um den Wert freier Mittelzuflüsse handelt, welche die Gesellschaft voraussichtlich nach der expliziten Prognoseperiode generiert.

Freie Mittelzuflüsse aus Geschäftstätigkeit entsprechen der finanziellen Größe des operativen Managements der Gesellschaft, und daher werden sie sowohl anhand der Umwandlung der sachbezogenen wirtschaftlichen Mengen in effektive Bewegungen monetärer Ressourcen, die im Verlaufe normaler Geschäftstätigkeit generiert werden, und anhand der Berücksichtigung der Investitionskosten ermittelt. Diese werden auf einer jährlichen Grundlage berechnet, indem Investitionen, Betriebskapitalzunahmen, Barmittelzunahmen und fiktive Steuern (entsprechen Steuern bei hypothetischer Schuldenfreiheit) vom EBIT-Wert abgezogen werden.

Der WACC-Wert wird anhand der folgenden Formel berechnet:

$$WACC = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1 - t)$$

mit:

w_e und w_d = Gewichtungsfaktoren für Eigen- bzw. Fremdkapital;

k_e und k_d = Kapitalkosten bzw. Fremdkapitalkosten vor Steuern;

t = Steuersatz.

Bei den Fremdkapitalkosten handelt es sich um eine langfristige Bewertung der Kosten, welche der Gesellschaft bei der Refinanzierung ihrer Aktivitäten unter Verwendung von Fremdkapital zu aktuellen Preisen entstehen würden.

Die Eigenkapitalkosten werden berechnet auf der Grundlage des CAPM (Capital Asset Pricing Model) unter Verwendung der folgenden Formel:

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

mit:

r_f = risikofreier Zinssatz;

β = Beta, eine Kennzahl der Volatilität oder des systematischen Risikos eines Wertpapiers im Vergleich zum Markt als Ganzes;

r_m = Aktienmarktrendite;

$r_m - r_f$ = Aktienmarktrisikoprämie.

Der Endwert wird anhand des Gordon-Growth-Modells oder der EBITDA-Exit-Multiple-Methode berechnet.

Bei der ersten Methode wird davon ausgegangen, dass die nachhaltigen freien Mittelzuflüsse vor Steuern am Ende der expliziten Prognoseperiode zum konstanten Satz g steigen („Gordon-Growth-Methode“).

TV wird wie folgt berechnet:

$$TV = \frac{F_{(n+1)}}{WACC - g}$$

mit:

$F_{(n+1)}$ = freie Mittelzuflüsse vor Steuern am Ende der expliziten Prognoseperiode;

g = Wachstumsrate.

Bei der zweiten Methode wird der Endwert durch Multiplikation des EBITDA der letzten Prognoseperiode mit einem geeigneten Exit-Multiple errechnet.

Der vorliegende Wert des Endwertes wird unter Verwendung des WACC-Satzes mit Stand des Referenzdatums errechnet.

Um den Eigenkapitalwert des Unternehmens (EQ) zu errechnen, muss der ermittelte Unternehmenswert unter Berücksichtigung der Nettofinanzverbindlichkeiten am Referenzdatum und des Wertes aller „Vermögensüberschüsse“ (sofern vorhanden) angepasst werden, die sich nicht auf das operative Management beziehen oder in jedem Fall nicht im Rahmen der Faktoren berücksichtigt werden, welche zur Generierung operativer Mittelzuflüsse beitragen, wie anhand der nachfolgenden Formel gezeigt:

$$EQ = EV - NFP + SA$$

mit:

NFP = Wert der Nettofinanzposition am Referenzdatum;

SA = Wert der Vermögensüberschüsse.

6.3 Multiplikatorenverfahren

Beim Marktmultiplikatorenverfahren wird der Wert einer Gesellschaft durch deren Vergleich mit börsennotierten Gesellschaften in ähnlichen Geschäftszweigen angegeben. Eine Analyse der Marktmultiplikatoren von in ähnlichen Geschäftszweigen tätigen Unternehmen verschafft einen Einblick in die Investoransichten mit Bezug auf die Wachstumsrate und Risiken des Sektors und damit in den Marktwert der Gesellschaft. Multiplikatoren werden ermittelt auf der Grundlage des Verhältnisses zwischen dem Marktwert vergleichbarer Gesellschaften sowie deren finanziellen/wirtschaftlichen Kennzahlen.

Diese Methode beinhaltet drei Phasen:

- Ermittlung und Auswahl börsennotierter Gesellschaften, die in derselben Branche tätig sind oder durch dieselben zugrundeliegenden Wirtschaftsfaktoren wie die fragliche Gesellschaft beeinflusst werden; es ist wichtig, die homogenste Peer-Group unter Berücksichtigung des Sektors, der Größe, der Rendite, der Wachstumserwartungen sowie des geographischen Tätigkeitsbereichs zu ermitteln;
- Berechnung des durchschnittlichen Werts der Multiplikatoren (Sektormultiplikatoren);

- Anwendung der Bewertungsmultiplikatoren auf die entsprechenden Finanzergebnisse der Gesellschaft, welche bewertet werden müssen, um ihren Wert zu schätzen.

In Anbetracht der Tatsache, dass der Markt Werte basierend auf Minderheitsanteilen aufweist, muss man bei der Bewertung eines Mehrheitsanteils eine Kontrollprämie auf der Grundlage von Studien sowie empirischen Recherchen hinzufügen.

Zur Unterstützung der Marktmultiplikatoren ist auch möglich, die Multiplikatoren zu berücksichtigen, welche aus im Referenzsektor vorgenommenen Transaktionen stammen. Diese Multiplikatoren können sich auf Mehrheits- oder Minderheitsanteile beziehen und daher muss die Anwendung einer Kontrollprämie in Betracht gezogen werden.

6.4 Nettoinventarmethode

Der Nettoinventarmethode liegt das Konzept zugrunde, dass der Wert aller Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten einer Gesellschaft ausgehend von den historischen Kosten dem Marktwert angepasst wird.

Im Einzelnen bedeutet das, dass der Marktwert aller Vermögenswerte und Verbindlichkeiten einer Gesellschaft ermittelt wird und abschließend durch die Formel „Vermögenswerte minus Verbindlichkeiten“ der Marktwert der Eigenkapitalbeteiligungen der Gesellschaft errechnet wird.

Die Kostenmethode ist Teil der Gruppe der vermögensbasierten Methoden, welche unter die „bilanzorientierten“ Bewertungsmethoden fallen.

Die bei der Kostenmethode verwendeten Hauptbewertungskriterien sind:

- der Warenbestand wird zum niedrigeren Wert der Anschaffungs- oder Produktionskosten sowie des Liquidationswerts auf dem Markt bewertet;
- materielle Vermögenswerte werden entsprechend den Wiederbeschaffungskosten bewertet, welche für den Kauf oder den Wiederaufbau derselben Vermögenswerte basierend auf aktuellen Materialien und Technologien erforderlich sind, um dieselbe Produktionskapazität beizubehalten. Nach der Ermittlung der Wiederbeschaffungskosten muss der Wert angepasst werden, um eine physikalische Verschlechterung sowie technologische oder funktionale Abnutzung widerzuspiegeln;
- Forderungen und Verbindlichkeiten werden zu ihrem Nettoliquidations- oder -tilgungswert erfasst. Langfristige Forderungen und Verbindlichkeiten müssen abgezinst werden, und dabei muss berücksichtigt werden, dass bei zinstragenden langfristigen Verbindlichkeiten die Höhe der an die Darlehensgeber gezahlten Zinsen berücksichtigt werden muss;
- mit Bezug auf Rückstellungen für künftige Ausgaben, den Abfertigungsfonds sowie die Rückstellung für potenzielle künftige Verbindlichkeiten ist es erforderlich, deren Bedeutung und Adäquanz zu bewerten;
- zu den Vermögenswerten, aus denen sich das Vermögen der Gesellschaft zusammensetzt, zählen auch die immateriellen Vermögenswerte, die entsprechend ihrem aktuellen Marktwert, der als die Kosten ermittelt werden kann, welche für die Fortsetzung von deren Reproduktion erforderlich wären, oder mit anderen spezifischen Bewertungsmethoden bewertet werden.

6.5 Ertragswertverfahren

Bei dem Ertragswertverfahren geht es darum, den Barwert der zukünftigen Erträge zu schätzen, deren Generierung von einer Gesellschaft erwartet wird. Der Unternehmenswert entspricht damit dem Barwert der folgenden Komponenten:

- Summe des in jedem Jahr einer expliziten Prognose erzielten Reingewinns,
- der Endwert im Sinne des Barwertes des Reingewinns, den das Unternehmen über den expliziten Prognosezeitraum hinaus erzielen können.

Es gibt zwei Ertragswertverfahren, bei denen der Reingewinn das eine Mal vor einem begrenzten Zeithorizont und das andere Mal von einem unbegrenzten Zeitpunkt betrachtet wird.

- Die „einfache Methode“ beruht auf einer Schätzung der Erträge (Durchschnitt, normalisiert und langfristig).
- Bei der „komplexen Methode“ handelt es sich um eine Weiterentwicklung der einfachen Methode, bei der die alljährlich gegebenen Erträge bis zum Ende des betrachteten Zeitraumes jeweils aktualisiert werden.

Der Eigenkapitalwert kann

- nach der „direkten Methode“ auf der Grundlage einer Schätzung des Eigenkapitalwertes durch Abzinsung künftiger Erträge oder
- nach der „indirekten Methode“ auf der Grundlage des geschätzten Unternehmenswertes durch Abzinsung des operativen Ergebnisses und anschließendem Abzug der Nettofinanzposition

geschätzt werden.

Die Formeln der direkten Methode lauten wie folgt:

$$EQ = \frac{R}{k_e} \qquad EQ = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+k_e)^t}$$

Dabei gilt:

R = normalisierte durchschnittliche erwartete Erträge

R_t = erwartete Erträge in jedem Zeitraum t

Die Formeln der indirekten Methode lauten wie folgt:

$$EQ = \frac{R_o}{WACC} - NFP \qquad EQ = \sum_{t=1}^n \frac{R_{ot}}{(1+WACC)^t} - NFP$$

Dabei gilt:

R_o = erwartete normalisierte durchschnittliche betriebliche Erträge

R_{ot} = erwartete betriebliche Erträge in jedem Zeitraum t

IDW S1*Diskontierte Erträge*

Nach IDW S1, Abschnitt 2.1, kann der Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren ermittelt werden, indem entweder nach dem Gewinndiskontierungs- oder nach dem Discounted-Cash-Flow-Modell vorgegangen wird. Bei der vorliegenden Bewertung wurden zur Ermittlung des Unternehmenswertes die diskontierten Gewinne herangezogen. Beide Methoden führen zu übereinstimmenden Ergebnissen, solange stets von denselben Annahmen ausgegangen wird. Auf die Präsentation des abgezinsten Zahlungsstroms wird daher verzichtet.

Nach dem Ertragswertverfahren werden die den Gesellschaftern zufallenden finanziellen Gewinne für jede künftige Periode geschätzt. Diese finanziellen Gewinne werden unter Zugrundelegung eines Diskontsatzes in einen Barwert umgerechnet, der die Ertragsrate eines alternativen Investments darstellt, das der Gesellschaft hinreichend vergleichbar ist (siehe IDW S1, Abschnitt 2.1).

Die den Gesellschaftern zufallenden finanziellen Gewinne sind durch Posten wie künftige Dividenden oder Erträge in sonstiger Form oder Zuflüsse angemessen dargestellt. Zur Ermittlung des Unternehmenswertes sind daher Prognosen der den Gesellschaftern zufallenden finanziellen Gewinne zu entwickeln, wobei die vom Unternehmen angewandten Grundsätze der Gewinneinbehaltung zu berücksichtigen sind. Das Unternehmen kann einbehaltene Gewinne für Investitionen (Capex) oder zur Tilgung von Schulden oder zur Kapitalherabsetzung, z.B. durch Aktienrückkäufe, verwenden (siehe IDW S1, Abschnitt 4.4.1.1). Ebenfalls zu berücksichtigen sind die gesetzlichen Bedingungen, unter denen Gewinne ausgeschüttet werden, sowie die Finanzierung der Ausschüttungen (IDW S1, Abschnitt 4.4.1.1).

Nach IDW S1 sind die diskontierten Gewinne des Unternehmens in der Regel aus der Sicht seiner Gesellschafter zu betrachten.

Bei der Berechnung eines objektiven Eigenkapitalwertes ist von der Ausschüttung der verfügbaren finanziellen Nettoerträge auszugehen, wobei die dokumentierte Unternehmensstrategie zu berücksichtigen ist. Ist die Finanzplanung in zwei Phasen untergliedert, sind im Budget alle Dividendenzahlungen und die Verwendung einbehaltener Gewinne in der Phase I (die sogenannte „Detailprognosephase“) angegeben. In Verbindung mit der Phase II (die sogenannte „Fortführungsphase“) wird üblicherweise von der Annahme ausgegangen, dass die Dividendenpolitik des zu bewertenden Unternehmens mit der Dividendenpolitik eines alternativen Investments vergleichbar ist. Um zu berechnen, wie irgendwelche einbehaltenen Gewinne reinvestiert werden, wird angenommen, dass entweder die Beträge einen Betrag erbringen, der dem Abzinsungssatz (vor Ertragsteuern auf Unternehmensebene) entspricht, wobei darauf zu achten ist, dass der Nennwert dem Barwert entspricht, oder dem Wert nach einem fiktiven Wert gleichkommt, wobei diese einbehaltenen Gewinne den Gesellschaftern, die letztlich von jedem Aktienkursgewinn profitieren würden, direkt zugewiesen werden (siehe IDW S1, Abschnitt 4.4.2.3). Aus diesem Grund umfassen die angenommenen Nettoerträge der Gesellschafter zu den Zwecken dieses Berichts die Dividenden, die ihnen tatsächlich zahlbar sind, sowie die einbehaltenen Gewinne, die ihnen direkt zuordenbar sind.

Da ein Eigenkapitalwert aus der Perspektive der Unternehmenseigner zu berechnen ist, sind die Einkommensteuern, die von den Gesellschaftern für alle von der Gesellschaft ausgeschütteten Dividenden zu zahlen sind, sowie die erzielten Aktienkursgewinne (die ihnen aus den einbehaltenen Gewinnen zuordenbar sind) zu berücksichtigen. Bei der Bewertung italienischer Kapitalgesellschaften ist daher zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte und Dividenden einer einheitlichen Nominalsteuer in Höhe von 20 % unterliegen. Dies gilt auch für erzielte Aktienkursgewinne bei Käufen. Auf Grund der

Zeitdifferenz zwischen Anfall und Erzielung von Gewinnen ergeben sich effektive Unterschiede bei der Steuerlast. Die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden ist üblicherweise die nominale Steuerlast. Im Gegensatz dazu hängt die effektive Steuerlast in Zusammenhang mit einbehaltenen Gewinnen, denen die Gewinne zuordenbar sind, vom Zeitpunkt der Gewinnerzielung ab. Je länger ein Gesellschafter Aktien hält, desto mehr sinkt die Steuerlast. Gesellschafter sind daher bemüht, die effektive Steuer auf Aktienkursgewinne durch eine lange Haltezeit gering zu halten. Eine lange Haltezeit und der Diskontierungseffekt führen zu einer im Vergleich zum nominalen Steuersatz erheblichen Verringerung der Steuerlast, die der Hälfte eines üblichen nominalen Steuersatzes entspricht.

Sonderposten

Jeder Posten, der weder ganz noch teilweise in die diskontierten Gewinne einbezogen werden kann, wird gesondert bewertet und zu den diskontierten Gewinnen hinzugerechnet, woraus sich der Eigenkapitalwert des Unternehmens ergibt. Nicht betriebsbedingtes Vermögen, aber auch bestimmte Finanzanlagen und steuerliche Auswirkungen werden unter diese sogenannten Sonderwerte gefasst. Das nicht betriebsbedingte Vermögen bezieht sich auf alle Vermögenswerte, deren Verkauf ohne Auswirkungen auf die laufenden Geschäfte des Unternehmens bleibt.

Diskontsatz

Der Barwert der finanziellen Gewinne wird, wie oben dargelegt, unter Anwendung eines geeigneten Diskontsatzes ermittelt. In wirtschaftlicher Hinsicht bildet der Diskontsatz die Entscheidung eines Investors ab, der die Investitionserträge mit den Erträgen vergleicht, die durch gleichwertige Aktieninvestments erzielbar wären. Der Diskontsatz reflektiert demnach die Ertragsrate eines alternativen Investments, sofern die Bedingung erfüllt ist, dass die künftigen Mittelflüsse des alternativen Investments den künftigen finanziellen Gewinnen des Unternehmens im Hinblick auf Fälligkeit, Risiko und Besteuerung gleichwertig sind (siehe IDW S1, Abschnitt 7.2.4.1).

Insbesondere die Kapitalmarkterträge für Unternehmensinvestitionen (in Form von Eigenkapital-Portfolios) bilden den Ausgangspunkt für die Ermittlung alternativer Gewinne. Diese Gewinne aus Unternehmensbeteiligungen können in einen Basiszinssatz (risikoloser Zinssatz) und eine von Investoren im Gegenzug für die Übernahme unternehmerischer Risiken erwarteten Risikoprämie aufgliedert werden.

- Basiszinssatz (risikoloser Zinssatz)

Der Basiszinssatz (risikoloser Zinssatz) stellt eine Ertragsrate einer ausfallsfreien Investition mit derselben Restlaufzeit wie die Investition in das Unternehmen dar. Der Basiszinssatz kann von der Terminstruktur der Zinssätze staatlicher Anleihen („Terminstruktur“) abgeleitet werden, welche die Endfälligkeitsrendite aller staatlichen Anleihen aller Laufzeiten erkennen lässt. Die Ertragsrendite einer bestimmten Staatsanleihe ist daher eine Funktion der Laufzeit bis zur Fälligkeit.

- Risikoprämie

Bei der Berechnung des objektiven Eigenkapitalwertes bildet das allgemeine Marktverhalten die Grundlage für die Berechnung der Risikoprämie und nicht die subjektive Risikobereitschaft einzelner Unternehmenseigner. Es kann davon ausgegangen werden, dass sich Investoren bewusst sind, dass es ein gewisses Risiko gibt, wenn sie Barmittel in Unternehmen investieren (unternehmerisches Risiko). Die Risikoprämie kann unter

Anwendung der Kapitalmarktpreismodelle (CAPM, Tax-CAPM) von den Eigenkapitalrenditen auf den Kapitalmärkten abgeleitet werden, die empirisch berechnet werden.

Da die persönliche Besteuerung berücksichtigt werden muss, besteht der Diskontsatz aus dem risikoloser Zinssatz und der Risikoprämie, jeweils vermindert um die Einkommensteuern. Die Berechnung der Marktrisikoprämie nach Steuern erfolgt insbesondere nach der folgenden Rechenformel (WP Handbuch, Band 2, 2008, § 201, Fußnote 342):

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

Dabei gilt:

r_M^{nSt} Marktrisikoprämie nach Steuern

r_M^{vSt} Marktrisikoprämie vor Steuern

d_M Marktdividendenrendite

ES_t Einkommensteuersatz (Quellensteuersatz)

6.6 Residualwertmethode (*Excess Earnings Approach*) oder UEC-Verfahren

Die Residualwertmethode oder UEC-Methode (*Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*) ist eine Hybridform, da die Net-Asset-Value-Methode und das Ertragswertverfahren mit dem Ziel kombiniert werden, den Wert des Unternehmens als Funktion sowohl des Inventarwertes als auch der erwarteten Gewinne zu erfassen.

Bei Anwendung dieser Methode ergibt sich ein geringerer Subjektivitätsgrad als bei der Ertragswertmethode, was durch die Bemessung des Nettovermögenswertes bewirkt wird.

Nach der Residualwertmethode (*Excess Earnings Approach*) mit Schätzung des Goodwills mit endlicher/unendlicher Lebensdauer ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Wert der Vermögenswerte und dem Goodwill-Wert, der während einer begrenzten Anzahl von Jahren oder, bei Fortführung, während einer unbegrenzten Anzahl von Jahren einen Überschussgewinn (*excess earning*) im Verhältnis zum Normalgewinn hervorbringt und als Differenz aus dem Gewinn (R oder R_0) und der normalen Ertragsrate (K_e oder WACC) des eingesetzten Nettokapitals (Nettoeigenkapital oder Nettoinvestitionskapital) berechnet wird.

Bei der direkten Schätzung des Eigenkapitalwertes lautet die Formel wie folgt:

$$EQ = E + G$$

Dabei gilt:

E = Nettovermögenswerte zum Wiederbeschaffungswert

G = Goodwill als der Barwert der Überschussgewinne

Der Goodwill-Wert wird wie folgt berechnet:

$$G = \frac{[R - (E \times k_e)]}{k_e}$$

Bei der direkten Schätzung des Eigenkapitalwertes lautet die Formel wie folgt:

$$EQ = CE + G - NFP \qquad G = \frac{[R_e - (CE \times WACC)]}{WACC}$$

Dabei gilt:

CE = eingesetztes Nettokapital zum Tageswert

7. Bewertungsanalyse

7.1 Einleitung

Die Bewertung von Reply wurde nach der Discounted-Cash-Flow-Methode und nach der Ertragswertmethode durchgeführt und nach dem Multiplikatorverfahren (*Market Multiple Approach*) überprüft. Die Anwendung der Ertragswertmethode erfolgte gemäß IDW S1.

Die genannten Methoden wurden aus den folgenden Gründen gewählt:

- Die Discounted-Cash-Flow-Methode ist international allgemein anerkannt und wurde als geeignet angesehen, weil sie zuverlässige Prognosen an die Hand gibt.
- Die Ertragswertmethode wird vom Wirtschaftsprüfer anerkannt, da sie mit den IDW-S1-Grundsätzen übereinstimmt.
- Das Multiplikatorverfahren gilt als angemessene Plausibilitätsprüfung, weil es erkennen lässt, wie der Markt das Unternehmen wahrnimmt, was insbesondere für ein Mid-Cap-Unternehmen wie Reply gilt.

Schließlich wurde auch eine Börsenkursanalyse durchgeführt. Außerdem wurden die jüngsten von Intermonte und Twice herausgegebenen Analystenberichte herangezogen.

7.2 Hauptmethode: Discounted-Cash-Flow-Methode

Die unten stehende Tabelle enthält die nach der Discounted-Cash-Flow-Methode erzielten Ergebnisse:

REPLY SPA					
Discounted-Cash-Flow-Methode - Gordon-Growth-Modell					
TEUR	Q2-Q4 2013	2014	2015	2016	Endwert*
EBIT	44.173	68.012	73.922	77.378	79.371
Verschuldungs bereinigte (unlevered) Steuern	(21.785)	(29.286)	(31.687)	(33.198)	(33.950)
NOPAT	22.388	38.727	42.235	44.180	45.421
+ Wertminderung und Abschreibung	6.878	8.191	8.018	8.913	8.214
+/- Sonstige Fonds	(3.242)	(2.869)	(2.119)	200	0
+/- Umlaufkapital netto	(28.117)	(12.790)	(11.417)	(8.708)	(2.710)
- Investitionsaufwand	(6.648)	(8.000)	(8.000)	(8.000)	(8.443)
Verschuldungs bereinigter (unlevered) freier Cash-Flow	(8.741)	23.259	28.717	36.586	42.482
Diskontierungszeitraum	0,750	1,750	2,750	3,750	
Diskontierungsfaktor	0,926	0,837	0,755	0,682	
Diskontierter verschuldungs bereinigter (unlevered) freier Cash-F	(8.097)	19.456	21.693	24.956	
Diskontierter Wert vom 1.4.2013 bis zum 31.12.2016	58.008				
Kapitalkostensatz (WACC)	10,7%				
Ewige Wachstumsrate	1,5%				
Normalisierter verschuldungs bereinigter (unlevered)	42.482				
Freier Cash-Flow Endjahr	459.795				
Endwert	313.640				
Diskontierter Endwert	371.648				
- Buchwert Abgangentschädigungsfonds**	(20.555)				
+ Forderungen gegen Versicherungen in Verbindung mit den Rentenplänen	2.880				
berinigter Unternehmenswert	353.974				
+/- Nettofinanzposition (+ Cash/- Verschuldung)	(18.108)				
+ Beteiligungen	7				
- Minderheitsbeteiligungen	(1.507)				
Unternehmenswert	334.366				

*Der Endwert des freien Cash-Flows wird, von einem normalisierten Investitionsaufwand ausgehend, durch Anwendung der langfristigen Wachstumsrate auf das Nettobetriebsergebnis nach Steuern (NOPAT) und auf die Veränderung des Umlaufkapitals ermittelt.

**Der Abgangentschädigungsfonds umfasst auch die „Treuerückstellungen“.

Die ermittelte Steuerlast setzt sich aus der Körperschaftssteuer in Höhe ihres nominalen gewichteten durchschnittlichen Satzes von 27,54 %, der auf die betreffenden verschuldungs bereinigten (*unlevered*) Bemessungsgrundlagen anzuwenden ist, und der Wertschöpfungssteuer auf gewerbliche Tätigkeiten (IRAP) in Höhe von 4 %, die lediglich auf die geschätzte italienische Besteuerungsgrundlage anzuwenden ist, zusammen. Diese Annahmen wurden auf konsolidierter Ebene getroffen und berücksichtigen die Unterschiede zwischen dem Handels- und dem Steuerwert.

Ausgegangen wurde gemäß den Prognosen von einem Dreijahreszeitrahmen (außer den letzten drei Quartalen des Jahres 2013) mit einer ewigen Wachstumsrate von 1,5 % und einem Kapitalkostensatz (WACC) von 10,7 %.

Die WACC-Berechnung beruht auf 3 speziellen WACCs, die jeweils für die drei Länder berechnet werden, in denen die Gesellschaft tätig ist (d.h. Italien, Deutschland und Großbritannien). Die drei WACC-Werte wurden bezogen auf das Vorsteuerergebnis (EBT) eines jeden Landes, die das Gesamtvorsteuerergebnis der Gesellschaft ergeben, gewichtet, wie der nachstehenden Übersicht zu entnehmen ist:

$$\text{WACC} = \text{WACC}_{IT} \times \frac{IT\ EBT}{\text{SUMME EBT}} + \text{WACC}_{DE} \times \frac{DE\ EBT}{\text{SUMME EBT}} + \text{WACC}_{UK} \times \frac{UK\ EBT}{\text{SUMME EBT}}$$

In der unten stehenden Tabelle sind die Annahmen auf der Grundlage der länderspezifischen WACC-Berechnung im Überblick dargestellt:

Eigenkapitalkosten	IT	DE	UK
risikoloser Zinssatz	5,09%	2,42%	3,37%
unlevered Beta	1,07	1,07	1,07
D/E target	0,07	0,07	0,07
Unternehmensteuer vom Ertrag	27,50%	29,48%	24,00%
Beta levered	1,12	1,12	1,13
Eigenkapitalrisikoprämie	6,00%	5,92%	5,00%
Unternehmensrisikoprämie	6,74%	6,65%	5,63%
Eigenkapitalkosten (K_e)	11,84%	9,06%	9,00%

Fremdkapitalkosten	IT	DE	UK
nominale Fremdkapitalquote	1,77%	1,77%	1,77%
Spread	3,09%	0,18%	0,75%
Fremdkapitalkosten brutto	4,86%	1,95%	2,51%
Steuersatz	27,50%	29,48%	24,00%
Steuersparnis	-1,34%	-0,57%	-0,60%
Fremdkapitalkosten (K_d)	3,52%	1,37%	1,91%
D/D-E	6,61%	6,61%	6,61%
E/D-E	93,39%	93,39%	93,39%
WACC	11,29%	8,55%	8,53%

WACC Ponderato = 10,74%

Hinweis
Svensson-Methode für Deutschland und Staatsanleihen mit Laufzeit von 30 Jahren (Dreimonatsdurchschnitt zum Stichtag) für Italien
Peer-Durchschnitt (verglichen mit dem MSCI World Index)
Peer-Durchschnitt
Steuersatz
Quelle: Estimate on International Equity Risk Premia Report 2012, Ibbotson Associates

10-Jahres-IRS (Dreimonatsdurchschnitt zum Stichtag)
Spread für BBB-Unternehmen, einschließlich Länderrisikoprämie

Peer-Gruppe	Land	Währung	Marktkapitalisierung	Nettoverschuldung	Minderheitsgesellschafter/Vorzugskapital	D/E	Lev. (D/D-E)	Steuersatz	Angepasstes Beta Levered SYM	Angepasstes Beta Unlevered SYM	Rohbeta levered SYM	Rohbeta unlevered SYM
ACCENTURE PLC-CL A	Irland	USD	51.787	(5.636)	488	-0,11	-12,09%	12,50%	0,87	0,96	0,81	0,89
CAP GEMINI	Frankreich	EUR	5.743	(793)	36	-0,14	-15,91%	33,33%	1,30	1,43	1,45	1,60
COMPUTER SCIENCES CORP	USA	USD	7.632	431	20	0,06	5,33%	40,00%	1,12	1,09	1,19	1,15
GROUPE STERIA SCA	Frankreich	EUR	335	143	8	0,42	29,42%	33,33%	1,52	1,19	1,78	1,39
CENIT AG	Deutschland	EUR	74	(24)	0	-0,32	-47,65%	29,48%	1,06	1,38	1,10	1,42
REALTECH AG	Deutschland	EUR	30	(6)	1	-0,19	-23,90%	29,48%	1,21	1,40	1,31	1,52
GE INFORMATIQUE	Frankreich	EUR	182	64	0	0,35	25,98%	33,33%	1,29	1,04	1,43	1,16
INDRA SISTEMASSA	Spanien	EUR	1.526	627	21	0,41	28,85%	30,00%	0,63	0,49	0,44	0,34
SOPRA GROUP	Frankreich	EUR	687	204	0	0,30	22,91%	33,33%	1,10	0,92	1,15	0,96
IT ELLIGENCE AG	Deutschland	EUR	331	49	19	0,14	12,26%	29,48%	0,83	0,76	0,75	0,68
ATOS	Frankreich	EUR	4.594	(232)	31	-0,05	-5,28%	33,33%	1,33	1,37	1,49	1,54
ENGINEERING SPA	Italien	EUR	367	35	3	0,10	8,73%	27,50%	0,83	0,77	0,74	0,69
TIETO OYJ	Finnland	EUR	1.187	(37)	0	-0,03	-3,23%	24,50%	1,07	1,10	1,10	1,13
Durchschnitt						0,07	1,96%			1,07		1,11
Bereinigter Durchschnitt						0,08	3,97%			1,09		1,14
Median						0,06	5,33%			1,09		1,15
Min						-0,32	-47,65%			0,49		0,34
Max						0,42	29,42%			1,43		1,60

*Der WACC beruht auf dem durchschnittlichen geographisch gegliederten EBT im Prognosezeitraum.

Quelle: Bloomberg Data Processing

Der Endwert wurde nach dem Gordon-Growth-Modell berechnet, wobei davon ausgegangen wurde, dass der im Jahre 2016 gegebene normalisierte verschuldungsbereinigte (*unlevered*) freie Cash Flow in Höhe von 42 482 000 € in Höhe der oben aufgeführten ewigen Wachstumsrate zeitdiskontiert wächst.

Der Unternehmenswert in Höhe von 371 648 000 € wurde um den TFR-Buchwert (Abgangsentschädigungsfonds einschließlich des Fonds für die „Treuerückstellungen“) in Höhe von 20 555 000 € verringert und um Forderungen gegen Versicherungen in Verbindung mit den Rentenplänen in Höhe von 2 880 000 € erhöht, woraus sich der bereinigte Unternehmenswert in Höhe von 353 974 000 € ergibt.

Der bereinigte Unternehmenswert wurde um die zum 31. März 2013 gegebene Nettofinanzposition in Höhe von 18 108 000 € vermindert und um die Beteiligungen an der Next Next s.r.l. und an der Bio Science s.c.a.r.l. in Höhe von 7 000 € erhöht und um die Minderheitsbeteiligungen in Höhe von 1 507 € verringert, so dass sich ein Unternehmenswert von Reply in Höhe von 334 366 000 € ergibt.

7.3 *Hauptmethode: Ertragswertansatz*

Der Eigenkapitalwert des Unternehmens wurde auch nach der Ertragswertmethode bestimmt. Dabei wurden insbesondere die als „IDW S1“ bezeichneten Grundsätze befolgt. Nach IDW S1, Abschnitt 2.1, kann der Unternehmenswert entweder nach dem Gewinndiskontierungsmodell oder nach der Discounted-Cash-Flow-Methode ermittelt werden. Im vorliegenden Bericht geht es um die Berechnung des Eigenkapitalwertes des Unternehmens auf der Grundlage der diskontierten Gewinne.

Nach IDW S1 ergibt sich der Wert eines Unternehmens aus den sich aus dem Eigentum am Unternehmen herleitenden Nettozahlungen an den Unternehmenseigner, wobei von der Fortführung des Unternehmens auf der Grundlage der gegebenen Unternehmensstrategie ausgegangen wird. Die für die Gesellschafter erwirtschafteten finanziellen Überschüsse sind daher für jede einzelne künftige Periode zu schätzen und anschließend zu diskontieren, um den Barwert zu ermitteln. Die Diskontierung beruht auf einem Diskontsatz, der die Ertragsrate eines alternativen Investments darstellt, das der hypothetischen Ertragsrate der Gesellschaft hinreichend vergleichbar ist (siehe IDW S1, Abschnitt 2.1).

Die unten stehende Tabelle enthält die nach der Ertragswertmethode (IDW S1) erzielten Ergebnisse:

REPLY SPA					
Ertragswertmethode – IDW S1					
TEUR	Q2-Q4 2013	2014	2015	2016	Endwert*
NETTO GEWINN/-VERLUST	23.941	37.599	41.171	44.122	45.933,9
In % des Gesamtumsatzes	5,9%	6,4%	6,6%	6,7%	0,1
Nettogewinn/-verlust Minderheitsbeteiligungen	583	918	886	976	1.015,8
In % des Gesamtumsatzes	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0
KONZERNNETTO GEWINN/-VERLUST gemäß GuV	23.358	36.680	40.285	43.146	44.918
In % des Gesamtumsatzes	5,8%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%
Garantierte Mindestdividende für die Minderheitsbeteiligung Reply AG	302	402	402	402	402
KONZERNNETTO GEWINN/-VERLUST bereinigt	23.056	36.278	39.883	42.744	44.516
In % des Gesamtumsatzes	5,8%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%
Planmäßige Einbehaltung %	81%	81%	81%	81%	50%
Planmäßige Einbehaltung	18.754	29.508	32.440	34.767	4.258
Sonderausschüttung betriebsfremder Barmittel	(2.049)	(914)	(947)	(997)	
Gesamteinbehaltung netto	16.704	28.594	31.494	33.770	4.258
Wertauswirkung auf Kapitalerträge (Einbehaltung)	-	-	-	-	17.999,5
Effektive Kapitalertragsteuer					1.800,0
Erhaltene Erträge	6.352	7.685	8.389	8.974	22.257,9
Einkommensteuer	1.270	1.537	1.678	1.795	4.451,6
Erhaltene Nettoerträge	5.082	6.148	6.712	7.179	34.006
Diskontsatz	9,60%	9,96%	9,77%	9,56%	7,87%
Ewige Wachstumsrate	1,50%				
Diskontierungszeitraum	0,750	1,750	2,750	3,750	
Diskontierungsfaktor (Periodenbasis)	0,934	0,909	0,911	0,913	
Diskontierungsfaktor	0,934	0,849	0,773	0,706	
Anzuwendender Barwert der Anfangsperiode	4.744	5.219	5.191	5.068	
Diskontierter Wert vom 1.4.2013 bis zum 31.12.2016	20.222				
Erhaltene normalisierte Nettoerträge Endjahr	34.006				
Endwert	432.213				
Diskontierter Endwert	305.102				
Nettoertragswert zum 31.3.2013	325.324				
Sonderposten	5.289				
Unternehmenswert	330.614				

*Bei der Berechnung der normalisierten Nettogewinne wurde eine Wachstumsrate von 1,5 % angenommen. Ferner wurden normalisierte Wertberichtigungen und Abschreibungen berücksichtigt.

Die Prognose wurde in zwei Phasen unterteilt. Die Phase I umfasst gemäß den Prognosen einen Dreijahreszeitraum (neben den drei letzten Quartalen des Jahres 2013). Die Phase II ist zeitlich unbegrenzt.

Angesichts der Tatsache, dass die Zahlung der garantierten Dividende an den Minderheitsgesellschafter Reply AG gemäß den vom Unternehmen Reply angewandten Buchführungs- und Bilanzierungsgrundsätzen nur zu einer Cash-Flow Auswirkung führen wird, erschien es nach der Ertragswertmethode (IDW S1) angemessen, den sich aus der Ertragsrechnung ergebenden Konzernnettogewinn/-verlust durch Abzug der garantierten Mindestdividende an die Minderheitsgesellschafter der Reply AG zu bereinigen.

Für die Detailprognosephase wurde gemäß der prognostizierten Dividendenpolitik des Unternehmens eine Dividendenauszahlungsquote von 19 % angenommen. Darüber hinaus wurde auf der Grundlage betriebsfremder Barmittel, deren Generierung von der Reply AG erwartet wird, eine Sonderdividende berücksichtigt. Die restlichen einbehaltenen Gewinne werden zur Stärkung des Wachstums des

Unternehmens und zur Verringerung seiner Finanzverbindlichkeiten, mit der Folge einer Zinssenkung, verwendet. Für die Fortführungsphase wurde ausgehend vom Branchendurchschnitt eine Ausschüttungsquote von 50 % angenommen. Ferner wurde eine Besteuerung der Dividenden zum gegenwärtigen nominalen Steuersatz von 20 % angenommen.

Die Berechnung des Diskontsatzes beruht auf den spezifischen Variablen K_e^2 , die als gewichteter Durchschnitt jedes der drei Länder, in denen die Gesellschaft tätig ist (d.h. Italien, Deutschland und Großbritannien), berechnet werden. Dementsprechend wurden die zur Bestimmung von K_e herangezogenen spezifischen Variablen nach Maßgabe des Vorsteuergewinns im jeweiligen Land, bezogen auf den Gesamtvorsteuergewinn der Gesellschaft, wie unten schematisch dargestellt ist, gewichtet.

$$\text{spezifische Werte} = \text{spezifische Werte IT} \times \text{Variablen IT SUMME EBT} + \text{spezifische Werte DE} \times \text{Variablen DE SUMME EBT} + \text{spezifische Werte GB} \times \text{Variablen GB SUMME EBT}$$

Die unten stehende Tabelle enthält eine Übersicht über die getroffenen Annahmen, die der für jedes einzelne Land durchgeführten Ke-Berechnung zugrunde liegen:

REPLY SPA				Bezeichnung
Ke-Annahmen				
	IT	DE	UK	
Risikoloser Zinssatz (gewichteter Durchschnitt nach Ländern)	5,09%	2,42%	3,37%	Svensson-Methode für Deutschland und Staatsanleihen mit Laufzeit von 30 Jahren (Dreimonatsdurchschnitt zum Stichtag) für Italien und GB
Einkommensteuersatz	20,00%	20,00%	20,00%	Ital. Einkommensteuer auf Kapitalerträge
Unlevered Beta	1,07	1,07	1,07	Peer-Durchschnitt (verglichen mit dem MSCI World Index)
Körperschaftsteuersatz (gewichteter Durchschnitt nach Ländern)	27,50%	29,48%	24,00%	Länderspezifischer Steuersatz
Eigenkapitalrisikoprämie (gewichteter Durchschnitt nach Ländern)	6,00%	5,92%	5,00%	Quelle: Estimate on International Equity Risk Premia Report 2012, Ibbotson Associates
Dividendenrendite	3,06%	3,06%	3,06%	5-Jahres-FT-SEMI-B-Dividendenrendite

Quelle: Bloomberg Data Processing

Es ist zu beachten, dass der Verschuldungsgrad auf Jahresbasis nach einem iterativen Verfahren auf der Grundlage des Barwertes der Nettoerträge der Gesellschaft und der verzinsten Schulden zu Beginn der Periode berechnet wurde.

Eigenkapitalkosten	Q2-Q4 2013	2014	2015	2016	Endwert
Risikoloser Zinssatz (gewichteter Durchschnitt nach Ländern)	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%
Einkommensteuersatz	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Risikoloser Zinssatz nach Kapitalertragsteuer	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%	3,72%
Unlevered Beta	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
D/E target	0,06	0,14	0,10	0,05	0,00
<i>verzinsten Schulden</i>	<i>18.108</i>	<i>49.697</i>	<i>36.663</i>	<i>19.246</i>	-
<i>anzuwendender Barwert</i>	<i>325.324</i>	<i>343.387</i>	<i>371.445</i>	<i>401.034</i>	<i>432.213</i>
Körperschaftsteuersatz (gewichteter Durchschnitt nach Ländern)	27,36%	27,36%	27,36%	27,36%	27,36%
Beta levered	1,11	1,18	1,15	1,11	1,07
Eigenkapitalrisikoprämie (gewichteter Durchschnitt nach Ländern)	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%
Dividendenrendite	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Eigenkapitalrisikoprämie nach Kapitalertragsteuern	5,28%	5,28%	5,28%	5,28%	5,28%
Unternehmensspezifische Risikoprämie	5,87%	6,24%	6,05%	5,84%	5,65%
Wachstumsrate					1,50%
Eigenkapitalkosten (Ke)	9,60%	9,96%	9,77%	9,56%	7,87%

² Die spezifischen Variablen sind der risikofreie Satz, der Körperschaftsteuersatz und die Eigenkapitalrisikoprämie.

Bei der Berechnung der normalisierten Nettogewinne für den Endwert wurde davon ausgegangen, dass die einbehaltenen Gewinne den Gesellschaftern (nach der Hälfte der Einkommensteuer in Höhe von 10 % der Kapitalerträge³) als Wertzuwachs direkt zuzuordnen sind, mit Ausnahme derjenigen Gewinne, die für das Eigenkapitalwachstum in Höhe von 4 258 000 € einbehalten und als Wachstumsrate in Höhe von 1,5 %, multipliziert mit dem Buchwert des Gesellschafterkapitals im letzten Prognosejahr, berechnet werden. Die Annahme, dass Gewinne für das Wachstum in der Fortführungsphase (ab dem Jahre 2017) in Höhe der Wachstumsrate auf der Grundlage des zum Ende der Phase der detaillierten Finanzplanung ausgewiesenen Eigenkapitals einbehalten werden, erfolgt unter Berücksichtigung der Tatsache, dass das Bilanzwachstum mit diesem langfristig erwarteten GuV- und Überschusswachstum zu finanzieren ist. Daher darf die notwendige Einbehaltung von Gewinnen zur Finanzierung dieses Wachstums bei der Zuordnung der einbehaltenen Gewinne als den Gesellschaftern direkt zuordenbarer Gewinn-/Wertzuwachs nicht berücksichtigt werden. Der Endwert wurde dementsprechend nach dem Gordon-Growth-Modell ermittelt, wobei davon ausgegangen wird, dass die normalisierten Nettogewinne in Höhe von 34 006 000 € in Höhe der ewigen Wachstumsrate, über den Zeitraum hinweg diskontiert, wachsen.

Die freie Liquidität der Gesellschaft in Höhe von 11 985 000 € wurde als Überschussvermögen betrachtet. Der für die Gesellschafter bestehende Wert nach Einkommensteuer beträgt im angenommenen Fall, dass die freie Liquidität zur Ausschüttung einbehaltener Gewinne genutzt wird, 9 588 000 €. Darüber hinaus wurde der Teil der Pensionsverpflichtungen der in Zusammenhang mit der Reply AG besteht in Höhe von 4 299 000 EUR als betriebsfremd angesehen, da er sich auf eine einmalige (nicht wiederkehrende) Situation bezieht.

Der zum 31. März 2013 gegebene Wert der Nettogewinne in Höhe von 325 324 000 € wurde dementsprechend durch den Gesamtwert der oben genannten Sonderposten in Höhe von 5 289 000 € erhöht, woraus sich ein Eigenkapitalwert von 330 614 000 € ergibt.

7.4 Kontrollmethode: Multiplikatorverfahren (Market Multiple)

Die unten stehende Tabelle enthält die nach der Vergleichswertmethode erzielte Ergebnisspanne, die auf den Marktmultiplikatoren beruht, welche anhand der EBITDA-Werte ermittelt wurden:

³ In der Annahme, dass, wie im Abschnitt 6.5 erläutert wurde, ein Gewinnanteil langfristig gehalten wird, und unter Berücksichtigung des diesbezüglichen Diskontierungseffektes ist von einem niedrigeren Nominalsteuersatz auszugehen. Dementsprechend erscheint es zweckmäßig, die Hälfte des Nominalsteuersatzes zugrunde zu legen, wie es allgemein üblich ist.

REPLY SPA		
Marktmultiplikatoren – EV/EBITDA		
TEUR	Hoch	Niedrig
EBITDA 2012	62.792	
EV/EBITDA-Vielfaches	5,8 x	6,1 x
Unternehmenswert	362.903	384.796
EBITDA 2013	69.763	
EV/EBITDA-Vielfaches	4,7 x	5,4 x
Unternehmenswert	329.904	379.119
geschätzter Unternehmenswert	346.404	381.958
- Abgangentschädigungsfonds Buchwert	(20.555)	
+ Forderungen gegen Versicherungen in Zusammenhang mit Pensionsplänen	2.880	
bereinigter Unternehmenswert	328.729	364.283
+/- Nettofinanzposition (+Barmittel/-Schulden)	(18.108)	
+ Beteiligungen	7	
- Minderheitsbeteiligungen	(1.507)	
Eigenkapitalwert	309.121	344.675

Gemäß dieser Methode wurden das EBITDA 2012 und das EBITDA 2013 in Höhe von 62 792 000 € bzw. 69 763 000 € mit den Vielfachen multipliziert, die dem in der unten stehenden Tabelle aufgeführten vergleichbaren Durchschnitt und Median der Jahre 2012 und 2013 entsprechen:

REPLY SPA		
Marktviefache		
EV/EBITDA	2012	2013
ACCENTURE PLC-CL A	10,4 x	9,6 x
CAP GEMINI	6,0 x	4,8 x
COMPUTER SCIENCES CORP	u.	4,0 x
GROUPE STERIA SCA	3,3 x	3,1 x
CENIT AG	4,5 x	4,7 x
REALTECH AG	n.a.	6,8 x
GFI INFORMATIQUE	u.	4,6 x
INDRA SISTEMAS SA	8,0 x	7,4 x
SOPRA GROUP	7,5 x	6,9 x
ITELLIGENCE AG	n.a.	u.
ATOS	4,8 x	4,4 x
ENGINEERING SPA	4,9 x	3,9 x
TIETO OYJ	5,8 x	5,1 x
Durchschnitt	6,1 x	5,4 x
Bereinigter Durchschnitt	5,9 x	5,2 x
Median	5,8 x	4,7 x
Min	3,3 x	3,1 x
Max	10,4 x	9,6 x

Quelle: Bloomberg Data Processing

Der Unternehmenswert, der innerhalb einer Spanne von 346 404 000 € bis 381 958 000 € liegt, wurde um den Buchwert des Abgangentschädigungsfonds (einschließlich der „Treuerückstellungen“) in Höhe von 20 555 000 € vermindert und um die Forderungen gegen Versicherungen in Zusammenhang mit Pensionsplänen in Höhe von 2 880 000 € erhöht, woraus sich ein Unternehmenswert ergibt, der in einem Bereich von 328 729 000 € bis 364 283 000 € liegt.

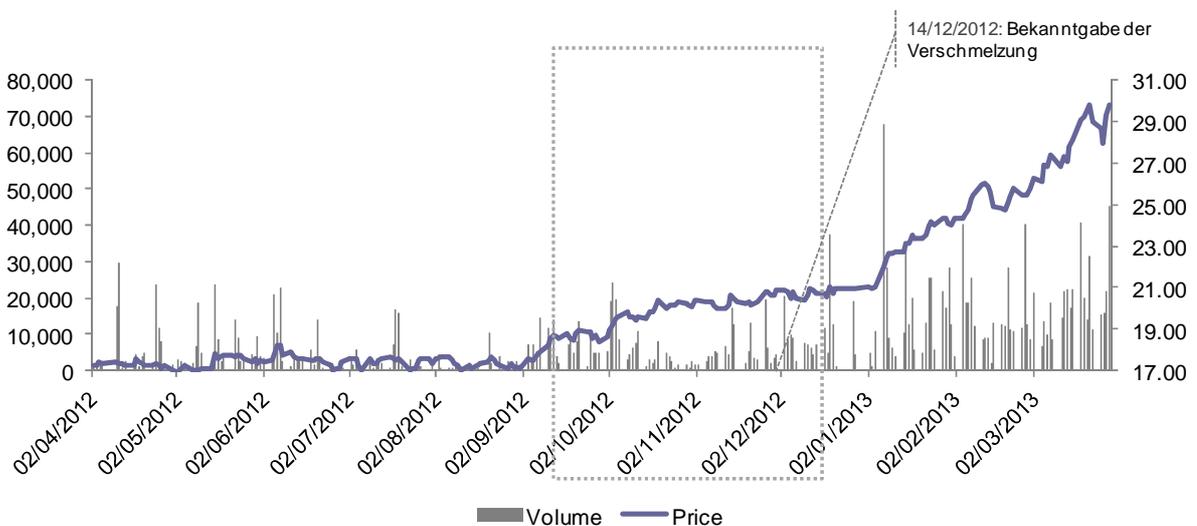
Der Bereich des bereinigten Unternehmenswertes wurde um die zum 31. März 2013 gegebene Nettofinanzposition in Höhe von 18 108 000 € vermindert und um die Beteiligungen an der Next Next s.r.l. und an der Bio Science s.c.a.r.l. in Höhe von 7 000 € erhöht und um die Minderheitsbeteiligungen in Höhe von 1 507 000 € vermindert, woraus sich ein Unternehmenswert der Gesellschaft Reply ergibt, der innerhalb einer Spanne von 309 121 000 € bis 344 675 000 € liegt.

7.5 Aktienkurse

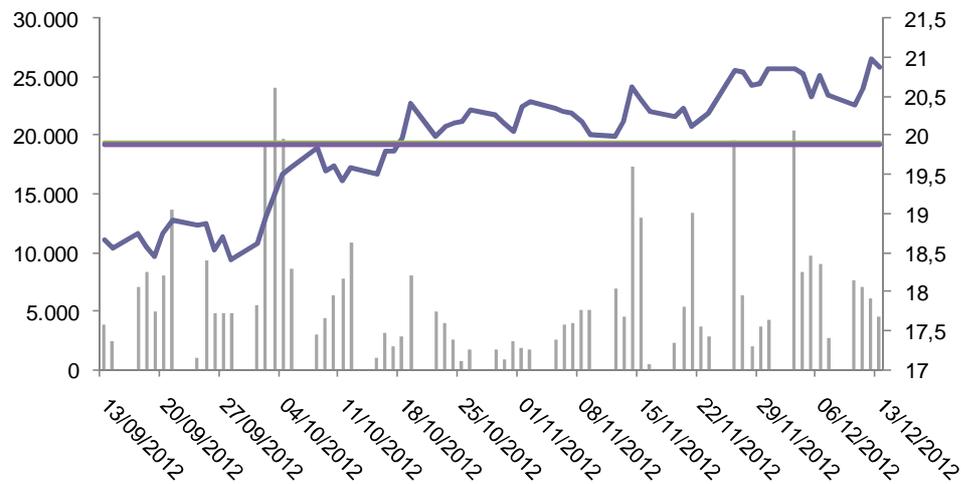
Im Jahre 2012 stieg die Kapitalisierung der italienischen Börse um mehr als 9 %, wenngleich sie dabei unter dem MSCI World Index, dem weltweit umfangreichsten Aktienmarktindex, blieb, der im Verhältnis zum Vorjahr um 12 % stieg.

In diesem Kontext konnte Reply ein Wachstum von 30,2 % auf Jahresbasis verzeichnen (ein Anstieg von 16,09 € auf 20,95 €). Insbesondere seit dem März 2012 lag der Anstieg stets über dem des italienischen Marktes (FTSE MIB Index), und seit September wurde sogar der Trend des dynamischsten Marktsegmentes, des Star Indexes, übertroffen.

In den letzten zwölf Monaten seit dem Stichtag hat sich der Aktienkurs hervorragend entwickelt und um mehr als 70 % zugelegt, so dass er zum Stichtag bei 29,80 € liegt.



In den drei Monaten vor der Bekanntgabe der Verschmelzung (14. Dezember 2012) hat die Aktie ihren Mittelkurs (19,90 €) stets übertroffen und ist um bis zu 11,93 % gewachsen, wie aus der unten stehenden Grafik hervorgeht.



Analystenbericht

In den jüngsten von Intermonte (15. März 2013) und Twice (17. April 2013) herausgegebenen Analystenberichten ist ein Kursziel genannt, das über dem derzeitigen Kurs (d.h. 33 € bzw. 43,16 €) liegt und vor dem Hintergrund der „Erfolgsbilanz der Unternehmensführung“ und der „Fähigkeit des Unternehmens, die Technologiemarkttrends zu erkennen und die angebotenen Produkte und Dienstleistungen stets neu zu gestalten“, wie es bei Intermonte heißt, zu sehen ist.

7.6 Schätzwert zum Stichtag

Die unten stehende Tabelle enthält die Ergebnisse, die nach den Bewertungsansätzen erzielt wurden:

REPLY SPA		
Bewertungsübersicht		
TEUR		
Discounted-Cash-Flow-Methode		
Eigenkapitalwert		334.366
Ertragswertmethode (IDW-S1)		
Eigenkapitalwert		330.614
Vergleichswertmethode		
Eigenkapitalwert	309.121	344.675

Die Entscheidung, welcher Eigenkapitalwert für Reply zum Zweck der Verschmelzung letztlich heranzuziehen ist, erfolgt nach den Kriterien

- der internationalen Bedeutung, der Bekanntheit und der Anwendung der Bewertungsmethode,
- der Tatsache, dass die Verschmelzung grenzüberschreitend erfolgt und ein deutsches beherrschtes Unternehmen betrifft.

Angesichts der hohen internationalen Bedeutung, Bekanntheit und weit verbreiteten Anwendung der Discounted-Cash-Flow-Methode, erscheint es zweckmäßig, den nach dieser Methode ermittelten Werten wesentliche Bedeutung beizumessen. Angesichts der Tatsache, dass ein deutsches beherrschtes Unternehmen von der Verschmelzung betroffen ist, weshalb es sich im höchsten Maße empfiehlt, eine Methode zu wählen, die mit IDW S1 vereinbar ist, wird es gleichermaßen für zweckmäßig erachtet, einen Wert zu ermitteln, der nicht über dem Wert liegt, der nach der Ertragswertmethode IDW S1 berechnet wurde. Der geschätzte Eigenkapitalwert von Reply wurde zum Stichtag auf 330 614 000 € festgesetzt, ein Betrag, der dem nach der Ertragswertmethode IDW S1 ermittelten Wert entspricht und geringfügig niedriger ist als derjenige Betrag, der nach der Discounted-Cash-Flow-Methode ermittelt wurde und ungefähr in der Mitte des Wertbereichs liegt, der nach der Vergleichswertmethode berechnet wurde.

7.7 Schätzwert zum Stichtag der Verschmelzungsgenehmigung

Da die Gesellschafter der Reply AG auf ihrer kommenden Hauptversammlung am 18. Juli 2013 über die Verschmelzung beschließen werden, wurde der Eigenkapitalwert zum Stichtag der Verschmelzungsgenehmigung geschätzt. Der geschätzte Eigenkapitalwert des Unternehmens beläuft sich zum 31. März 2013 auf 330 614 000 €, wie aus der unten stehenden Tabelle hervorgeht:

REPLY SPA geschätzter Eigenkapitalwert zum 18.7.2013 TEUR	
geschätzter Eigenkapitalwert des Unternehmens zum 31.3.2013	330.614
Kapitalisierungsfaktor	1,0277
geschätzter Eigenkapitalwert des Unternehmens zum 18.7.2013	339.786

Nach der Ertragswertmethode IDW S1 ergibt sich zum 18. Juli 2013 ein Eigenkapitalwert des Unternehmens in Höhe von 339 786 000 €. Teilt man diesen Wert durch die Gesamtanzahl der zum 31. März 2013 umlaufenden Aktien, die sich, abzüglich der eigenen Aktien, auf 9 002 044 belaufen, so ergibt sich ein Eigenkapitalwert pro Aktie in Höhe von 37,75 €.

8. Schlussfolgerungen

Auf der Grundlage der in diesem Bericht dargelegten Analysen und Erwägungen wird angenommen, dass sich der Eigenkapitalwert der Gesellschaft Reply zum 31. März 2013 auf 330 614 000 € beläuft. Zum 18. Juli 2013 beläuft sich der Eigenkapitalwert auf schätzungsweise **339 786 000 €**. Der Wert pro Aktie beträgt zum 18. Juli 2013 **37,75 €**.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

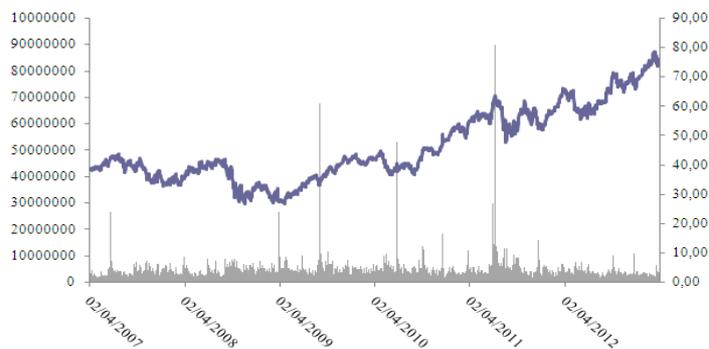
ACCENTURE PLC – KLASSE A

Eingetragene Währung EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Accenture PLC ist ein Managementberatungs-, Technologie- und Outsourcing-Dienstleister. Das Unternehmen bietet Kunden aller Branchen weltweit eine Vielzahl an fundierten Fähigkeiten und Lösungen. Das Unternehmensnetzwerk von Accenture bietet Beratung, Technologie, Outsourcing und Bündnisse.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes					
	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktienchlusskurs	32,8	41,5	48,5	53,2	66,5	76,0
52-Wochen-Hoch	42,3	43,0	44,7	63,7	65,9	78,4
52-Wochen-Tief	31,9	24,8	32,9	37,0	48,6	55,3
Marktkapitalisierung	30.326	23.591	25.255	37.743	41.690	51.787
Gesamtschuld	8	1	2	4	0	99
Liquide Mittel	3.623	4.550	4.841	5.706	6.643	56
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	652	587	439	472	479	3
Unternehmenswert	27.363	19.629	20.854	32.514	35.526	51.833

Ertragslage

	Beendetes						Prognose		
	Geschäftsjahr								
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	25.314	23.171	23.094	27.353	29.778	30.090	29.060	30.949	32.877
Wachstum in %	18,0 %	-8,5 %	-0,3 %	18,4 %	8,9 %	1,0 %	-3,4 %	6,5 %	6,2 %
EBITDA	3.526	3.392	3.399	3.985	4.467	4.603	4.841	5.055	5.371
Marge	13,9 %	14,6 %	14,7 %	14,6 %	15,0 %	15,3 %	16,7 %	16,3 %	16,3 %
EBIT	3.034	2.893	2.924	3.472	3.873	3.992	4.240	4.472	4.792
Marge	12,0 %	12,5 %	12,7 %	12,7 %	13,0 %	13,3 %	14,6 %	14,5 %	14,6 %

Nettozinsaufwand	23	14	15	15	15	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	1.692	1.590	1.781	2.278	2.554	3.068	3.056	3.161	3.329

Multiplikatoren

	Beendetes Geschäftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	1,1 x	0,8 x	0,9 x	1,2 x	1,6 x	1,5 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x
EV/EBITDA	7,8 x	5,8 x	6,1 x	8,2 x	10,4 x	10,1 x	9,6 x	9,2 x	8,7 x
EV/EBIT	9,0 x	6,8 x	7,1 x	9,4 x	12,0 x	11,7 x	11,0 x	10,4 x	9,7 x
KGV	17,9 x	14,8 x	14,2 x	16,6 x	20,3 x	16,9 x	16,9 x	16,4 x	15,6 x
KBV	11,9 x	8,2 x	8,9 x	9,7 x	12,5 x	9,5 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Gesamtaktiva	12.399	12.256	12.835	15.732	16.665	k. A.
Geschäftswert	840	825	841	1.132	1.215	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	11.559	11.431	11.994	14.600	15.450	k. A.
Eigenkapital	2.541	2.887	2.836	3.879	4.146	5.452
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	1.701	2.061	1.995	2.747	2.930	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Nettverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	-0,1 x	-0,2 x	-0,2 x	-0,2 x	-0,2 x	0,0 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	-0,3 x	-0,4 x	-0,4 x	-0,4 x	-0,4 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	155,3 x	240,2 x	231,6 x	265,7 x	296,6 x	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	-1,0 x	-1,3 x	-1,4 x	-1,4 x	-1,5 x	0,0 x
GKR	14,6	12,9	14,2	15,9	15,8	k. A.
EKR	66,6 %	55,1 %	62,8 %	58,7 %	61,6 %	56,3 %
Dividendenrendite	1,0	1,5	3,1	1,7	2,2	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

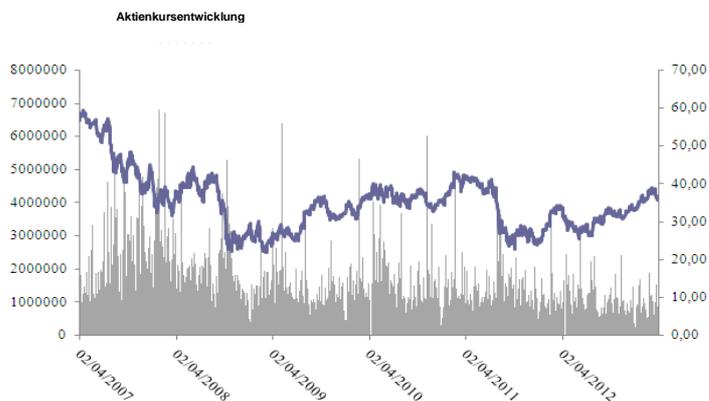
CAP GEMINI

Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Cap Gemini ist ein Dienstleister für Computer- und Managementberatungsservices. Das Unternehmen entwickelt Software und bietet Informationssystemmanagement, Projektmanagement sowie Aus- und Fortbildungsdienstleistungen an. Cap Gemini bedient Kunden in den Branchen Erdöl, Finanzdienstleistungen, Automobil, Luft- und Raumfahrt sowie Telekommunikation in Europa, den USA, Asien und Südafrika.



Unternehmenswertberechnung

	Beendete Geschäftsjahre					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktenschlusskurs	27,5	32,0	35,6	24,1	33,2	35,5
52-Wochen-Hoch	45,1	37,0	40,3	43,4	34,6	38,7
52-Wochen-Tief	21,3	21,1	30,2	22,0	24,0	25,3
Marktkapitalisierung	4.011	4.865	5.371	3.708	5.231	5.743
Gesamtschuld	1.034	1.335	1.312	1.837	1.230	1.230
Liquide Mittel	1.868	2.603	2.305	2.223	2.023	2.023
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	0	0	(7)	27	36	36
Unternehmenswert	3.177	3.597	4.371	3.349	4.474	4.986

Ertragslage

	Beendete Geschäftsjahre						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	8.710	8.371	8.697	9.693	10.264	10.264	10.374	10.707	11.022
Wachstum in %	0,1 %	-3,9 %	3,9 %	11,5 %	5,9 %	k. A.	1,1 %	3,2 %	2,9 %
EBITDA	981	778	763	901	829	829	1.040	1.111	1.191
Marge	11,3 %	9,3 %	8,8 %	9,3 %	8,1 %	8,1 %	10,0 %	10,4 %	10,8 %
EBIT	744	602	587	713	601	601	811	874	935
Marge	8,5 %	7,2 %	6,7 %	7,4 %	5,9 %	5,9 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %

Nettozinsaufwand	66	65	74	88	k. A.				
Nettogewinn	451	178	280	404	370	370	487	543	605

Multiplikatoren

	Beendete Geschäftsjahre						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,4 x	0,4 x	0,5 x	0,3 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
EV/EBITDA	3,2 x	4,6 x	5,7 x	3,7 x	6,0 x	6,0 x	4,8 x	4,5 x	4,2 x
EV/EBIT	4,3 x	6,0 x	7,4 x	4,7 x	8,3 x	8,3 x	6,1 x	5,7 x	5,3 x
KGV	8,9 x	27,3 x	19,2 x	9,2 x	15,5 x	15,5 x	11,8 x	10,6 x	9,5 x
KBV	1,0 x	1,2 x	1,2 x	0,9 x	1,3 x	1,3 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendete Geschäftsjahre					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Gesamtaktiva	8.729	9.213	9.968	11.014	10.650	k. A.
Geschäftswert	2.726	2.750	3.201	3.768	3.702	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	6.003	6.463	6.767	7.246	6.948	k. A.
Eigenkapital	3.939	4.213	4.314	4.256	4.493	4.493
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	1.213	1.463	1.113	488	791	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendete Geschäftsjahre					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Nettverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	-0,2 x	-0,3 x	-0,2 x	-0,1 x	-0,2 x	-0,1 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	-0,1 x	-0,1 x	-0,1 x	0,0 x	-0,1 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	14,9 x	12,0 x	10,3 x	10,2 x	k. A.	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	-0,9 x	-1,6 x	-1,3 x	-0,4 x	-1,0 x	-1,0 x
GKR	5,1	2,0	2,9	3,9	3,4	k. A.
EKR	11,4 %	4,2 %	6,5 %	9,5 %	k. A.	k. A.
Dividendenrendite	3,6	2,5	2,9	4,1	3,0	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

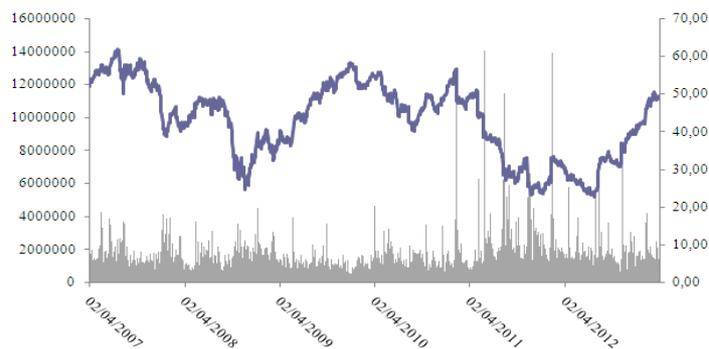
COMPUTER SCIENCES CORP

Eingetragene Währung USD (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Computer Sciences Corporation ist ein Anbieter von Dienstleistungen in den Bereichen Beratung und Informationstechnologie (IT) für Industrie und Regierung. Das Unternehmen bietet Beratung, Systemdesign und -integration, Outsourcing von IT- und Geschaftsprozessen, Anwendungssoftware sowie Web- und Anwendungs-Hosting. Computer Sciences unterhält Niederlassungen weltweit.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendete Geschaftsjahre					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Aktienchlusskurs	35,1	58,0	49,5	23,7	39,0	49,2
52-Wochen-Hoch	50,5	58,4	56,6	51,4	k. A.	50,5
52-Wochen-Tief	23,9	36,0	39,6	22,8	k. A.	22,5
Marktkapitalisierung	6.083	8.352	7.628	4.647	k. A.	7.632
Gesamtschuld	4.235	3.744	2.579	2.740	k. A.	2.629
Liquide Mittel	2.297	2.784	1.837	1.093	k. A.	2.198
Vorzugsaktien	0	0	0	0	k. A.	0
Minderheitsbeteiligung	0	62	56	55	k. A.	20
Unternehmenswert	8.020	9.374	8.426	6.349	k. A.	8.083

Ertragslage

Beendete
Geschaftsjahre

Prognose

	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	16.740	15.921	16.042	15.877	k. A.	15.706	14.778	14.813	k. A.
Wachstum in %	1,5 %	-4,9 %	0,8 %	-1,0 %	k. A.	k. A.	-5,9 %	0,2 %	k. A.
EBITDA	2.473	2.383	2.219	1.390	k. A.	1.811	1.996	2.083	k. A.
Marge	14,8 %	15,0 %	13,8 %	8,8 %	k. A.	11,5 %	13,5 %	14,1 %	k. A.
EBIT	1.203	1.227	1.079	178	k. A.	690	899	1.006	k. A.
Margin	7,2 %	7,7 %	6,7 %	1,1 %	0,0 %	4,4 %	6,1 %	6,8 %	0,0 %
Nettozinsaufwand	260	252	168	176	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	1.115	817	740	(4.242)	k. A.	522	537	606	k. A.

Multiplikatoren

	2008	2009	Beendete Geschäftsjahre			LTM	Prognose		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,5 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	entfällt	0,5 x	0,5 x	0,5 x	entfällt
EV/EBITDA	3,2 x	3,9 x	3,8 x	4,6 x	entfällt	4,5 x	4,0 x	3,9 x	entfällt
EV/EBIT	6,7 x	7,6 x	7,8 x	35,7 x	entfällt	11,7 x	9,0 x	8,0 x	entfällt
KGV	5,5 x	10,2 x	10,3 x	-1,1 x	entfällt	14,6 x	14,2 x	12,6 x	entfällt
P/B	1,1 x	1,3 x	1,0 x	1,7 x	entfällt	2,3 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	2008	2009	Beendete Geschäftsjahre			LTM
			2010	2011	2012	
Gesamtaktiva	15.619	16.455	16.120	11.189	k. A.	k. A.
Geschäftswert	3.784	3.866	4.038	1.752	k. A.	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	11.835	12.589	12.082	9.437	k. A.	k. A.
Eigenkapital	5.510	6.446	7.504	2.779	k. A.	3.297
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	1.726	2.580	3.466	1.027	k. A.	k. A.

Finanzkennzahlen

	2008	2009	Beendete Geschäftsjahre			LTM
			2010	2011	2012	
Nettoverbindlichkeiten/Marktwert Eigenkapitals	0,3 x	0,1 x	0,1 x	0,4 x	k. A.	0,1 x
Nettoverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,1 x	0,1 x	0,0 x	0,1 x	k. A.	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	9,5 x	9,5 x	13,2 x	7,9 x	k. A.	k. A.
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	0,8 x	0,4 x	0,3 x	1,2 x	k. A.	0,2 x
GKR	7,1	5,1	4,5	(31,1)	k. A.	k. A.
EKR	20,2 %	12,7 %	9,9 %	-152,6 %	k. A.	15,8 %
Dividendenrendite	0,0	0,0	1,4	2,7	k. A.	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

GROUPE STERIA SCA

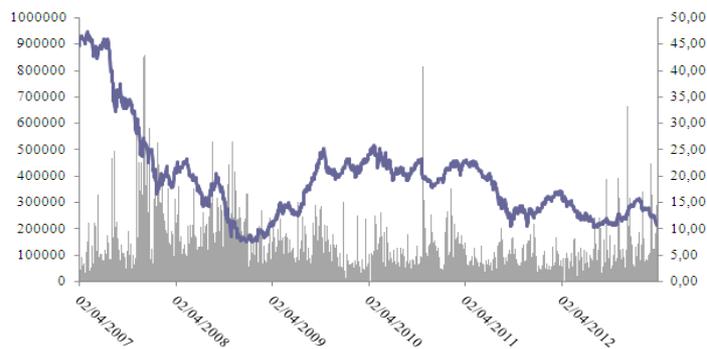
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Groupe Steria SCA ist ein Anbieter von Dienstleistungen im Bereich Computersystemintegration. Zu den Kunden des Unternehmens gehören Assurances Axa, Banque Sabadell, Cegetel und France Telecom.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendete Geschafsjahre					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktienchlusskurs	8,0	21,5	19,4	13,2	14,2	10,5
52-Wochen-Hoch	25,2	25,3	26,6	23,0	17,2	16,9
52-Wochen-Tief	7,4	7,3	17,5	10,0	10,1	10,1
Marktkapitalisierung	227	599	583	405	452	335
Gesamtschuld	376	337	278	296	289	289
Liquide Mittel	141	150	177	170	146	146
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	1	1	2	2	8	8
Unternehmenswert	463	788	686	533	603	486

Ertragslage

	Beendetes Geschafsjahr					Prognose			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	1.766	1.630	1.693	1.705	1.827	1.827	1.823	1.868	1.928
Wachstum in %	24,7 %	-7,7 %	3,8 %	0,8 %	7,1 %	k. A.	-0,2 %	2,5 %	3,2 %
EBITDA	174	150	148	157	149	149	158	172	180
Marge	9,9 %	9,2 %	8,7 %	9,2 %	8,2 %	8,2 %	8,7 %	9,2 %	9,3 %

EBIT	130	114	116	129	111	111	117	130	141
Margin	7,4 %	7,0 %	6,8 %	7,6 %	6,1 %	6,1 %	6,4 %	7,0 %	7,3 %
Nettozinsaufwand	25	17	15	9	11	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	52	48	43	55	36	36	61	73	81

Multiplikatoren

	Beendete Geschäftsjahre					Prognose			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,3 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
EV/EBITDA	2,7 x	5,3 x	4,7 x	3,4 x	3,3 x	3,3 x	3,1 x	2,8 x	2,7 x
EV/EBIT	3,6 x	6,9 x	5,9 x	4,1 x	4,4 x	4,4 x	4,2 x	3,7 x	3,4 x
KGV	4,4 x	12,4 x	13,6 x	7,4 x	9,4 x	9,4 x	5,5 x	4,6 x	4,2 x
P/B	0,4 x	0,9 x	0,8 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendete Geschäftsjahre					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Gesamtaktiva	1.552	1.638	1.652	1.737	1.797	k. A.
Geschäftswert	672	706	728	744	779	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	880	931	924	993	1.018	k. A.
Eigenkapital	545	633	721	764	807	807
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	(127)	(73)	(7)	20	28	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendete Geschäftsjahre					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Nettverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	1,0 x	0,3 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	6,9 x	8,8 x	9,8 x	18,1 x	14,0 x	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	1,4 x	1,2 x	0,7 x	0,8 x	1,0 x	1,0 x
GKR	3,1	3,0	2,6	3,2	2,0	k. A.
EKR	9,5 %	7,6 %	6,0 %	7,2 %	4,4 %	4,4 %
Dividendenrendite	1,5	0,6	1,2	2,7	1,4	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

CENIT AG

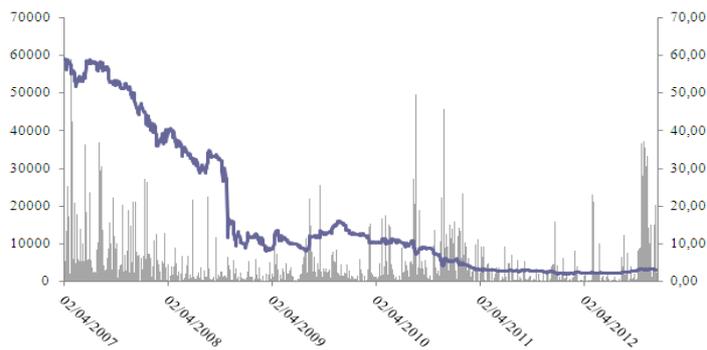
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

CENIT AG ist ein international agierendes Beratungsunternehmen, das Beratung in den Bereichen Product Lifecycle Management, Outsourcing und Enterprise Information Management bietet.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendete Geschäftsjahre					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktienchlusskurs	3,3	4,4	6,0	6,0	7,2	8,8
52-Wochen-Hoch	9,3	4,9	6,2	6,0	7,5	9,4
52-Wochen-Tief	2,1	2,4	4,3	4,0	4,8	6,1
Marktkapitalisierung	28	37	50	50	60	74
Gesamtschuld	0	0	0	0	0	0
Liquide Mittel	13	20	14	19	24	24
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	0	0	0	0	0	0
Unternehmenswert	14	18	36	31	36	50

Ertragslage

	Beendete Geschäftsjahre						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	83	86	93	108	119	119	124	125	132
Wachstum in %	8,2 %	3,8 %	7,7 %	15,7 %	10,2 %	k. A.	4,3 %	0,8 %	5,6 %
EBITDA	6	5	6	9	11	11	11	12	12
Marge	7,5 %	6,1 %	6,2 %	8,1 %	9,3 %	9,3 %	8,6 %	9,2 %	9,2 %
EBIT	5	4	4	6	8	8	8	9	10
Marge	5,8 %	4,5 %	4,3 %	5,8 %	6,8 %	6,8 %	6,6 %	7,2 %	7,6 %
Nettozinsaufwand	0	0	0	0	0	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	3	3	3	4	5	5	6	k. A.	k. A.

Multiplikatoren

	Beendete Geschäftsjahre						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,2 x	0,2 x	0,4 x	0,3 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
EV/EBITDA	2,3 x	3,4 x	6,2 x	3,6 x	4,5 x	4,5 x	4,7 x	4,3 x	4,1 x
EV/EBIT	3,0 x	4,6 x	8,9 x	5,0 x	6,2 x	6,2 x	6,1 x	5,5 x	5,0 x
KGV	8,3 x	13,6 x	16,6 x	11,5 x	13,6 x	13,6 x	12,5 x	k. A.	k. A.
KBV	1,1 x	1,3 x	1,7 x	1,6 x	2,1 x	2,1 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendete Geschäftsjahre					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Gesamtaktiva	39	44	50	56	59	k. A.
Geschäftswert	0	0	0	0	k. A.	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	2	1	4	6	4	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	38	42	45	51	k. A.	k. A.
Eigenkapital	25	28	29	32	35	35
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	24	27	25	27	k. A.	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendete Geschäftsjahre					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Nettverbindlichkeiten/Markwert des Eigenkapitals	-0,5 x	-0,5 x	-0,3 x	-0,4 x	-0,4 x	-0,3 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	-0,3 x	-0,4 x	-0,3 x	-0,3 x	-0,4 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	52,2 x	277,1 x	39,3 x	336,6 x	184,1 x	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	-2,1 x	-3,7 x	-2,5 x	-2,2 x	-2,2 x	-2,2 x
GKR	8,8	6,6	6,4	8,2	9,4	k. A.
EKR	13,1 %	9,7 %	10,4 %	13,5 %	15,6 %	15,6 %
Dividendenrendite	0,0	6,8	2,5	5,0	7,7	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

REALTECH AG

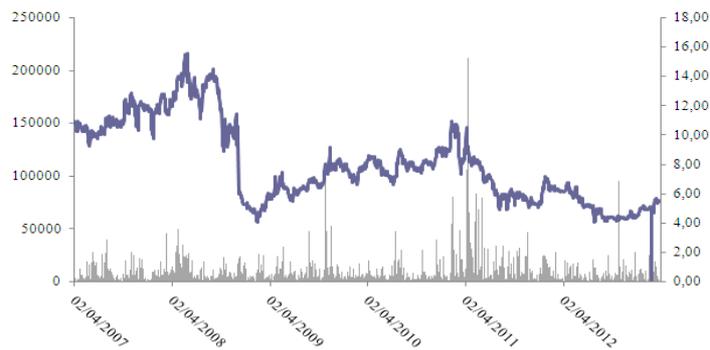
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

REALTECH AG ist ein Computerberatungsunternehmen. Das Unternehmen entwickelt, implementiert und betreibt SAP R/3-Systeme für Geschäftsanwendungen und bietet Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Informationstechnologie, Internet, Intranet und e-Commerce-Projekte. RealTech unterhält Niederlassungen in Europa, Asien sowie Nord-, Mittel- und Südamerika.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendete Geschäftsjahre					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Aktenschlusskurs	5,2	7,5	9,0	5,0	4,4	5,5
52-Wochen-Hoch	15,8	9,2	9,3	11,2	7,2	6,8
52-Wochen-Tief	5,0	4,0	5,9	4,7	4,0	4,1
Marktkapitalisierung	27	41	48	27	23	29
Gesamtschuld	0	0	5	5	5	5
Liquide Mittel	6	7	6	13	11	11
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	1	1	1	1	1	1
Unternehmenswert	22	34	48	20	18	24

Ertragslage										
	Beendete Geschäftsjahre						Prognose			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015	
Umsatz	71	49	-(-)40	39	40	40	47	52	k. A.	
Wachstum in %	11,1 %	-31,2 %	-18,9 %	-0,8 %	1,8 %	k. A.	18,2 %	10,7 %	k. A.	
EBITDA	8	4	5	1	2	2	4	6	k. A.	
Marge	11,4 %	7,6 %	13,5 %	3,6 %	4,1 %	4,1 %	7,7 %	10,5 %	k. A.	
EBIT	7	3	4	0	0	0	2	4	0	
Margin	9,9 %	5,3 %	10,6 %	0,4 %	1,0 %	1,0 %	4,5 %	7,6 %	0,0 %	
Nettozinsaufwand	0	0	0	0	k. A.					
Nettogewinn	6	1	(1)	1	(0)	(0)	k. A.	k. A.	k. A.	
Multiplikatoren										
	Beendete Geschäftsjahre						Prognose			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015	
EV/Umsatz	0,3 x	0,7 x	1,2 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	k. A.	
EV/EBITDA	2,7 x	9,2 x	9,0 x	14,2 x	14,4 x	14,4 x	6,6 x	4,3 x	k. A.	
EV/EBIT	3,1 x	13,3 x	11,5 x	118,6 x	56,9 x	56,9 x	11,2 x	6,0 x	k. A.	
KGV	4,8 x	33,9 x	-35,0 x	33,6 x	-140,4 x	-140,4 x	k. A.	k. A.	k. A.	
KBV	1,0 x	1,5 x	2,0 x	1,1 x	1,2 x	1,2 x	entfällt	entfällt	entfällt	
Finanzergebnisse										
	Beendete Geschäftsjahre						Prognose			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015	
Gesamtaktiva	46	41	49	50	50	k. A.				
Geschäftswert	4	4	4	4	4	k. A.				
Immaterielle Vermögenswerte	5	5	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.				
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	37	32	45	46	45	k. A.				
Eigenkapital	29	28	24	26	24	24				
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	20	18	20	21	19	k. A.				
Finanzkennzahlen										
	Beendete Geschäftsjahre						Prognose			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015	
Nettoverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	-0,2 x	-0,2 x	0,0 x	-0,3 x	-0,3 x	-0,2 x				
Nettoverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	-0,1 x	-0,2 x	0,0 x	-0,2 x	-0,1 x	k. A.				
EBITDA/Nettozinsaufwand	535,9 x	217,9 x	19,4 x	3,9 x	k. A.	k. A.				
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	-0,8 x	-2,0 x	-0,2 x	-5,7 x	-4,0 x	-4,0 x				
GKR	10,2	2,7	(3,0)	1,6	(0,4)	k. A.				
EKR	20,0 %	4,3 %	-5,6 %	3,1 %	-0,9 %	-0,9 %				
Dividendenrendite	9,6	6,5	5,6	6,0	k. A.	k. A.				

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

GFI INFORMATIQUE

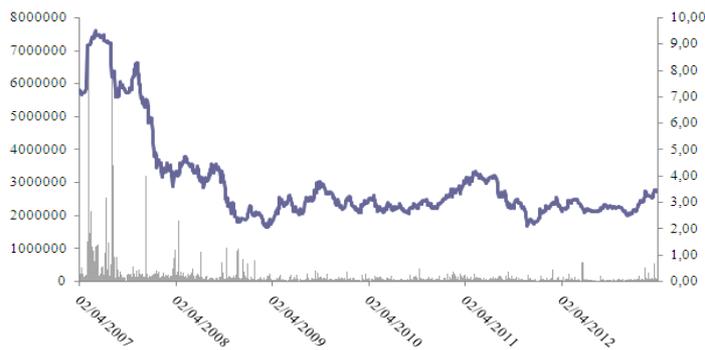
Eingetragene Währung

EUR (Millionen, außer bei den Angaben je Aktie)

ber das Unternehmen

GFI Informatique stellt Computerlsungen bereit. Das Unternehmen bietet Dienstleistungen in den Bereichen Computerberatung und Systemintegration, Buchhaltungs- und Finanzsoftware für Banken, Transport-, Einzelhandels- und Logistikunternehmen, entwickelt Telekommunikationsnetzwerke und erforscht neue Technologien. Zudem wartet GFI vertraglich Computerinstallationen.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Aktienchlusskurs	2,6	2,8	3,0	2,3	2,7	3,4
52-Wochen-Hoch	6,3	3,8	3,3	4,3	3,2	3,5
52-Wochen-Tief	2,2	2,0	2,5	2,1	2,3	2,5
Marktkapitalisierung	138	151	161	123	k. A.	182
Gesamtschuld	129	122	117	104	k. A.	110
Liquide Mittel	22	16	30	19	k. A.	46
Vorzugsaktien	0	0	0	0	k. A.	0
Minderheitsbeteiligung	2	2	6	16	k. A.	0
Unternehmenswert	247	259	255	224	k. A.	246

Ertragslage

	Beendetes Geschaftsjahr					LTM	Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015
Umsatz	682	664	586	618	667	596	764	k. A.	781
Wachstum in %	-0,9 %	-2,7 %	-11,7 %	5,4 %	8,0 %	-10,6 %	28,1 %	k. A.	k. A.
EBITDA	53	40	36	41	k. A.	36	53	k. A.	57
Marge	7,8 %	6,0 %	6,2 %	6,6 %	k. A.	6,0 %	7,0 %	k. A.	7,3 %
EBIT	44	30	28	33	k. A.	28	47	0	51
Marge	6,5 %	4,5 %	4,7 %	5,3 %	0,0 %	4,7 %	6,2 %	0,0 %	6,6 %

Nettozinsaufwand	5	3	3	5	k. A.				
Nettogewinn	14	(58)	12	11	12	k. A.	k. A.	k. A.	23

Multiplikatoren

	Beendetes Geschäftsjahr					Forecast			
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,3 x	k. A.	0,3 x
EV/EBITDA	4,6 x	6,5 x	7,0 x	5,5 x	entfällt	6,9 x	4,6 x	k. A.	4,3 x
EV/EBIT	5,6 x	8,7 x	9,2 x	6,8 x	entfällt	8,7 x	5,2 x	k. A.	4,8 x
KGV	9,8 x	-2,6 x	13,5 x	11,7 x	15,7 x	k. A.	k. A.	k. A.	7,9 x
P/B	0,6 x	1,0 x	0,9 x	0,6 x	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Gesamtaktiva	662	572	562	591	k. A.	k. A.
Geschäftswert	238	210	210	165	k. A.	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Goodwill	423	362	352	426	k. A.	k. A.
Eigenkapital	222	157	177	193	k. A.	k. A.
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	(16)	(53)	(34)	27	k. A.	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Nettverbindlichkeiten/Marktwert Eigenkapitals	0,8 x	0,7 x	0,5 x	0,7 x	k. A.	0,4 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,2 x	0,2 x	0,2 x	0,1 x	k. A.	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	9,8 x	14,0 x	10,7 x	7,8 x	k. A.	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	2,0 x	2,7 x	2,4 x	2,1 x	k. A.	1,8 x
GKR	2,2	(9,4)	2,1	1,8	k. A.	k. A.
EKR	6,3 %	-36,8 %	6,8 %	5,5 %	k. A.	k. A.
Dividendenrendite	8,6	0,0	0,0	4,0	k. A.	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

INDRA SISTEMAS SA

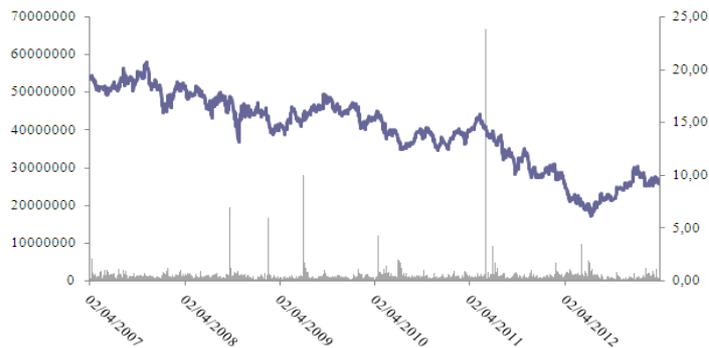
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Indra Sistemas, S.A. ist ein Anbieter von Informationstechnologieprodukten und -dienstleistungen. Das Unternehmen bietet Systemintegrations- und Outsourcing-Dienstleistungen, installiert Schienenmanagement- und Fahrkartensysteme, installiert Straenmaut- und Signalsysteme, baut Satellitenkommunikationssysteme, stellt Luftverteidigungsradarsysteme her und installiert Versicherungsverwaltungssysteme.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktienchlusskurs	16,2	16,5	12,8	9,8	10,0	9,3
52-Wochen-Hoch	18,9	18,2	17,3	16,0	11,2	10,8
52-Wochen-Tief	12,9	13,3	12,2	9,6	6,1	6,1
Marktkapitalisierung	2.657	2.702	2.081	1.601	1.644	1.526
Gesamtschuld	172	201	404	596	803	714
Liquide Mittel	67	111	188	156	167	87
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	42	45	23	21	21	21
Unternehmenswert	2.805	2.837	2.319	2.062	2.301	2.174

Ertragslage

	Beendetes Geschaftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	2.380	2.513	2.557	2.688	2.941	2.941	k. A.	3.010	3.105
Wachstum in %	9,8 %	5,6 %	1,7 %	5,1 %	9,4 %	k. A.	k. A.	k. A.	3,1 %
EBITDA	309	338	308	324	273	273	k. A.	295	322

Marge	13,0 %	13,4 %	12,0 %	12,1 %	9,3 %	9,3 %	k. A.	9,8 %	10,4 %
EBIT	271	288	253	270	222	222	0	235	258
Marge	11,4 %	11,4 %	9,9 %	10,0 %	7,5 %	7,5 %	0,0 %	7,8 %	8,3 %
Nettozinsaufwand	28	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	182	196	189	181	k. A.	k. A.	k. A.	144	165

Multiplikatoren

	Beendetes Geschäftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	1,2 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	k. A.	0,7 x	0,7 x
EV/EBITDA	9,1 x	8,4 x	7,5 x	6,4 x	8,0 x	8,0 x	k. A.	7,4 x	6,8 x
EV/EBIT	10,3 x	9,9 x	9,2 x	7,7 x	9,8 x	9,8 x	k. A.	9,2 x	8,4 x
KGV	14,6 x	13,8 x	11,0 x	8,8 x	k. A.	k. A.	k. A.	10,6 x	9,3 x
KBV	3,4 x	2,9 x	2,1 x	1,5 x	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Gesamtaktiva	2.462	2.490	2.976	3.525	3.756	k. A.
Geschäftswert	432	440	456	625	645	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	2.030	2.049	2.520	2.900	3.111	k. A.
Eigenkapital	781	932	991	1.046	k. A.	k. A.
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	350	492	535	421	k. A.	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Nettverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	0,0 x	0,0 x	0,1 x	0,3 x	0,4 x	0,4 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,0 x	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	11,1 x	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	0,3 x	0,3 x	0,7 x	1,4 x	2,3 x	2,3 x
GKR	7,6	7,9	6,9	5,6	3,6	k. A.
EKR	23,3 %	21,0 %	19,0 %	17,3 %	k. A.	k. A.
Dividendenrendite	3,8	4,0	5,3	6,9	3,4	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

SOPRA GROUP

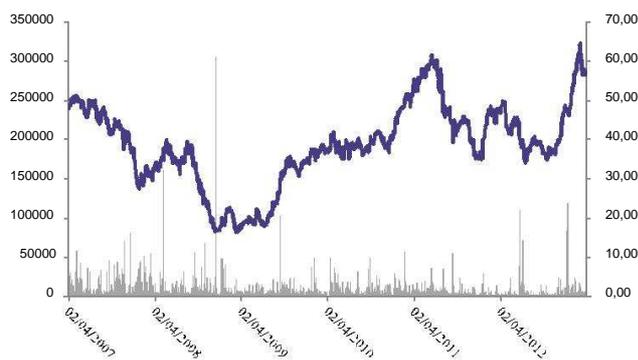
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Sopra Group ist ein Anbieter von Beratungs- und Computerdienstleistungen. Das Unternehmen bietet Beratungsdienstleistungen in den Bereichen strategisches Marketing, Organisation, Personalwesen und Informationssysteme, integriert und konfiguriert Software-Pakete, bietet Computerschulungsdienstleistungen, entwirft und entwickelt benutzerdefinierte Informationstechnologiesysteme und bietet ausgelagerte Anwendungswartungsdienstleistungen.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktienchlusskurs	17,5	34,8	40,6	35,7	48,9	57,8
52-Wochen-Hoch	40,0	36,4	42,5	64,8	49,9	64,8
52-Wochen-Tief	16,2	16,2	33,7	34,3	34,0	34,3
Marktkapitalisierung	292	582	685	424	581	686
Gesamtschuld	231	181	112	80	251	310
Liquide Mittel	33	44	55	33	47	29
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	0	0	0	0	0	0
Unternehmenswert	490	719	742	470	785	967

Ertragslage

	Beendetes Geschaftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	1.129	1.094	964	1.050	1.217	k. A.	1.110	1.300	1.366
Wachstum in %	12,8 %	-3,1 %	-11,9 %	8,9 %	15,8 %	k. A.	k. A.	17,1 %	5,1 %
EBITDA	114	95	100	104	k. A.	k. A.	107	130	142
Marge	10,1 %	8,7 %	10,3 %	9,9 %	k. A.	k. A.	9,6 %	10,0 %	10,4 %
EBIT	101	83	85	92	k. A.	0	96	114	125
Marge	8,9 %	7,6 %	8,9 %	8,8 %	0,0 %	0,0 %	8,7 %	8,7 %	9,1 %
Nettozinsaufwand	10	9	6	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Net Income	58	27	75	k. A.	k. A.	k. A.	47	71	78

Multiplikatoren									
	Beendetes Geschäftsjahr					LTM	Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,4 x	0,7 x	0,8 x	0,4 x	0,8 x	k. A.	0,9 x	0,7 x	0,7 x
EV/EBITDA	4,3 x	7,6 x	7,4 x	4,5 x	entfällt	k. A.	9,0 x	7,4 x	6,8 x
EV/EBIT	4,9 x	8,7 x	8,7 x	5,1 x	entfällt	k. A.	10,1 x	8,5 x	7,7 x
KGV	5,0 x	21,4 x	9,2 x	k. A.	k. A.	k. A.	14,6 x	9,6 x	8,8 x
KBV	1,1 x	2,1 x	1,9 x	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt
Finanzergebnisse	0	1	2	3	4	5			
Finanzkennzahlen									
	Beendetes Geschäftsjahr					LTM			
	2008	2009	2010	2011	2012				
Gesamtaktiva	924	865	929	770	1.031	k. A.			
Geschäftswert	373	357	370	191	315	k. A.			
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.			
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	552	509	559	579	716	k. A.			
Eigenkapital	268	282	365	k. A.	k. A.	k. A.			
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	(104)	(75)	(5)	k. A.	k. A.	k. A.			
Nettoverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	0,7 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,4 x	0,4 x			
Nettoverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,2 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	k. A.			
EBITDA/Nettozinsaufwand	11,3 x	10,3 x	17,7 x	k. A.	k. A.	k. A.			
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	1,7 x	1,4 x	0,6 x	0,4 x	k. A.	k. A.			
GKR	6,9	3,0	8,3	7,4	6,2	k. A.			
EKR	21,7 %	9,7 %	20,5 %	k. A.	k. A.	k. A.			
Dividendenrendite	6,6	1,6	1,4	5,3	3,5	k. A.			

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

ITELLIGENCE AG

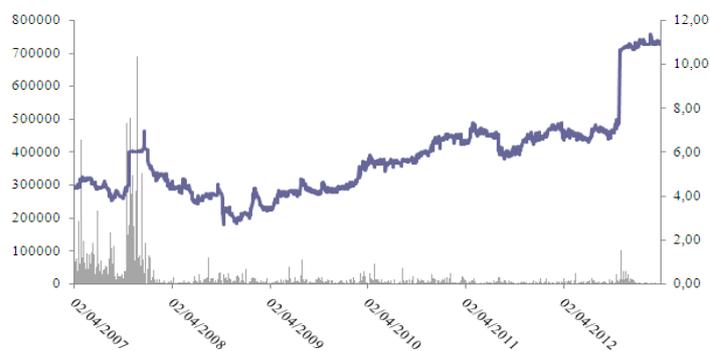
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

itelligence AG ist ein Komplettanbieter für SAP-Geschftssoftware. Als mySAP.com-Channelservice, Support-Alliance und Hosting-Partner, implementiert itelligence Projekte in die SAP-Umgebung für Kunden weltweit. Die Dienstleistungen des Unternehmens reichen von SAP-Beratung und -Lizenzierung bis zu Outsourcing-Dienstleistungen und geschtzte branchenspezifische SAP-Lösungen.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Fiscal Year Ended					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Aktienchlusskurs	3,3	4,4	6,6	6,7	11,0	11,0
52-Wochen-Hoch	6,2	4,9	6,9	7,4	11,2	11,4
52-Wochen-Tief	1,7	2,9	4,3	5,5	6,3	6,4
Marktkapitalisierung	80	110	164	167	330	331
Gesamtschuld	13	17	38	76	78	77
Liquide Mittel	35	42	31	39	44	28
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	1	1	5	15	18	19
Unternehmenswert	59	86	176	220	383	399

Ertragslage

	Beendetes Geschäftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	217	220	272	342	k. A.	407	420	k. A.	k. A.
Wachstum in %	13,5 %	1,6 %	23,7 %	25,8 %	k. A.	k. A.	3,3 %	k. A.	k. A.
EBITDA	20	19	23	30	k. A.	31	30	k. A.	k. A.
Marge	9,1 %	8,7 %	8,6 %	8,8 %	k. A.	7,6 %	7,2 %	k. A.	k. A.
EBIT	13	12	15	20	0	19	17	k. A.	k. A.
Marge	6,2 %	5,5 %	5,5 %	5,8 %	0,0 %	4,6 %	4,0 %	0,0 %	0,0 %
Nettozinsaufwand	1	1	k. A.	k. A.	k. A.	2	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	11	7	k. A.	k. A.	k. A.	12	11	k. A.	k. A.

Multiplikatoren

	Beendetes Geschäftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,3 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	k. A.	1,0 x	0,9 x	entfällt	entfällt
EV/EBITDA	3,0 x	4,5 x	7,5 x	7,3 x	k. A.	12,9 x	13,1 x	entfällt	entfällt
EV/EBIT	4,4 x	7,1 x	11,8 x	11,0 x	k. A.	21,3 x	23,4 x	entfällt	entfällt
KGv	7,5 x	15,9 x	k. A.	k. A.	k. A.	26,8 x	30,2 x	entfällt	entfällt
KBv	1,5 x	2,1 x	entfällt	entfällt	entfällt	3,5 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Gesamtaktiva	129	141	180	254	307	k. A.
Geschäftswert	14	18	37	63	76	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	16	20	40	68	81	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	100	103	104	124	150	k. A.
Eigenkapital	54	53	k. A.	k. A.	k. A.	94
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	24	14	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Nettverbindlichkeiten/Markwert des Eigenkapitals	-0,3 x	-0,2 x	0,0 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	-0,2 x	-0,2 x	0,0 x	0,1 x	0,1 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	20,1 x	25,2 x	k. A.	k. A.	k. A.	14,5 x
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	-1,1 x	-1,3 x	0,3 x	1,3 x	k. A.	1,6 x
GKR	9,0	5,1	6,0	5,2	4,4	k. A.
EKR	19,9 %	13,1 %	k. A.	k. A.	k. A.	13,1 %
Dividendenrendite	3,6	2,2	2,1	2,7	0,5	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

ATOS

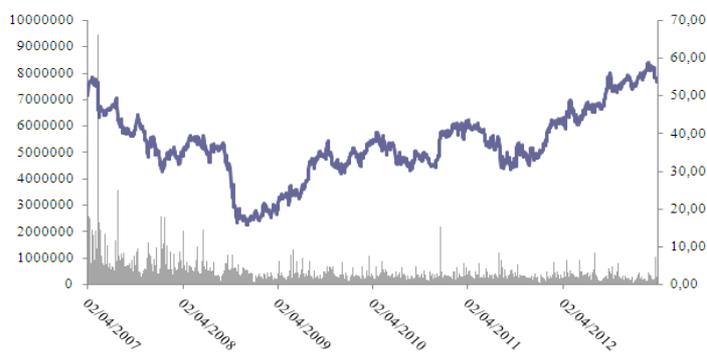
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

Über das Unternehmen

Atos ist ein Anbieter von Managementberatungs- und Outsourcing-Dienstleistungen, Unternehmenslösungen und e-Commerce-Lösungen. Das Unternehmen bietet Supply-Chain-Management, Data Warehousing, Unternehmensanwendungsintegration, Dokumentenmanagement, Geomarketing, Data Mining, e-Marketing sowie vorkonfigurierte Computeranwendungen und verwaltet Hardware, Software und Netzwerke von Kunden.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Aktenschlusskurs	17,9	32,1	39,8	33,9	52,9	53,7
52-Wochen-Hoch	40,5	38,5	40,7	44,1	56,0	58,7
52-Wochen-Tief	15,0	16,5	29,8	28,9	33,6	41,0
Marktkapitalisierung	1.229	2.216	2.775	2.827	4.523	4.594
Gesamtschuld	590	674	561	909	928	928
Liquide Mittel	286	535	422	767	1.160	1.160
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	11	11	5	6	31	31
Unternehmenswert	1.544	2.366	2.920	2.975	4.322	4.393

Ertragslage

Beendetes
Geschäftsjahr

Prognose

	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	5.624	5.127	5.021	k. A.	6.813	8.844	8.844	8.942	9.166
Wachstum in %	-4,0 %	-8,8 %	-2,1 %	k. A.	k. A.	29,8 %	k. A.	1,1 %	2,5 %
EBITDA	453	242	390	k. A.	690	917	917	1.010	1.066
Marge	8,1 %	4,7 %	7,8 %	k. A.	10,1 %	10,4 %	10,4 %	11,3 %	11,6 %
EBIT	266	31	200	0	422	580	580	665	690
Marge	4,7 %	0,6 %	4,0 %	0,0 %	6,2 %	6,6 %	6,6 %	7,4 %	7,5 %
Nettozinsaufwand	32	k. A.	k. A.	k. A.	29	31	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	23	k. A.	k. A.	k. A.	182	224	224	427	459

Multiplikatoren

	2008	2009	Beendetes Geschäftsjahr			LTM	Prognose		
			2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,3 x	0,5 x	0,6 x	k. A.	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
EV/EBITDA	3,4 x	9,8 x	7,5 x	k. A.	4,3 x	4,8 x	4,8 x	4,4 x	4,1 x
EV/EBIT	5,8 x	75,6 x	14,6 x	k. A.	7,0 x	7,6 x	7,6 x	6,6 x	6,4 x
KGV	54,4 x	k. A.	k. A.	k. A.	15,6 x	20,5 x	20,5 x	10,8 x	10,0 x
KBV	0,8 x	entfällt	entfällt	entfällt	1,2 x	2,0 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	2008	2009	Beendetes Geschäftsjahr			LTM
			2010	2011	2012	
Gesamtaktiva	4.228	4.465	4.479	7.378	7.447	k. A.
Geschäftswert	1.511	1.508	1.610	1.918	1.942	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	2.717	2.957	2.869	5.460	5.505	k. A.
Eigenkapital	1.531	k. A.	k. A.	k. A.	2.325	2.349
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	20	k. A.	k. A.	k. A.	383	k. A.

Finanzkennzahlen

	2008	2009	Beendetes Geschäftsjahr			LTM
			2010	2011	2012	
Nettoverbindlichkeiten/Marktwert des Eigenkapitals	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	-0,1 x	-0,1 x
Nettoverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,1 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	14,1 x	k. A.	k. A.	k. A.	23,5 x	29,2 x
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	0,7 x	0,6 x	0,4 x	k. A.	-0,3 x	-0,3 x
GKR	0,5	0,1	2,6	3,1	3,0	k. A.
EKR	1,5 %	k. A.	k. A.	k. A.	7,8 %	9,5 %
Dividendenrendite	0,0	0,0	0,0	1,5	1,1	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

ENGINEERING SPA

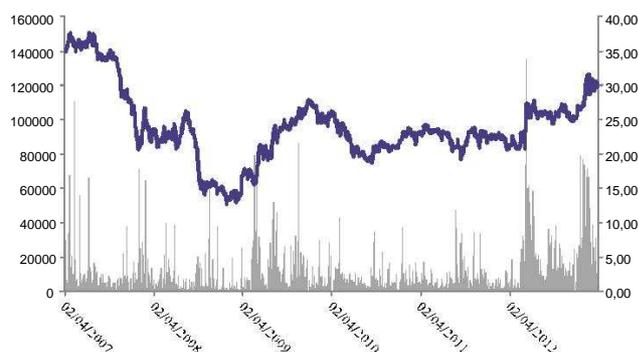
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Engineering S.p.A. ist ein Anbieter von Informationstechnologiedienstleistungen. Das Unternehmen bietet Geschäfts- und Systemintegrationsdienstleistungen sowie Outsourcing-Dienstleistungen in den Bereichen Bankwesen, Versicherungswesen, Gesundheit, öffentliche Verwaltung, Telekommunikation und Produktion.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktienchlusskurs	14,9	27,6	21,1	22,2	25,2	30,1
52-Wochen-Hoch	27,7	27,9	27,8	24,6	29,2	31,6
52-Wochen-Tief	14,1	12,1	18,6	18,1	20,3	20,7
Marktkapitalisierung	185	345	262	270	308	367
Gesamtschuld	102	85	78	134	130	127
Liquide Mittel	66	47	69	82	95	67
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	3	2	3	2	3	2
Unternehmenswert	223	385	273	325	345	428

Ertragslage

	Beendetes Geschftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	718	697	k. A.	738	758	755	752	825	866
Wachstum in %	63,5 %	-2,9 %	k. A.	k. A.	2,7 %	-0,5 %	-0,3 %	9,7 %	4,9 %
EBITDA	57	90	k. A.	90	68	k. A.	82	103	109
Marge	7,9 %	12,9 %	k. A.	12,1 %	9,0 %	k. A.	10,8 %	12,5 %	12,6 %
EBIT	39	70	0	70	50	k. A.	63	79	84
Marge	5,4 %	10,0 %	0,0 %	9,5 %	6,7 %	k. A.	8,4 %	9,6 %	9,7 %
Nettozinsaufwand	k. A.	k. A.	k. A.	3	3	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	k. A.	k. A.	k. A.	36	30	42	41	44	47

Multiplikatoren

	Beendetes Geschäftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,3 x	0,6 x	k. A.	0,4 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
EV/EBITDA	3,9 x	4,3 x	k. A.	3,1 x	4,7 x	entfällt	5,2 x	4,2 x	3,9 x
EV/EBIT	5,8 x	5,5 x	k. A.	3,9 x	6,4 x	entfällt	6,8 x	5,4 x	5,1 x
KGV	k. A.	k. A.	k. A.	7,3 x	9,0 x	8,7 x	9,0 x	8,4 x	7,8 x
KBV	entfällt	entfällt	entfällt	0,9 x	0,9 x	entfällt	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Gesamtaktiva	822	801	806	921	946	k. A.
Geschäftswert	46	48	48	56	59	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	776	753	758	865	888	k. A.
Eigenkapital	k. A.	k. A.	k. A.	291	308	k. A.
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	235	250	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Nettverbindlichkeiten/Marktwert Eigenkapitals	0,2 x	0,1 x	0,0 x	0,2 x	0,1 x	0,2 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,1 x	0,0 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	k. A.	k. A.	k. A.	33,1 x	25,2 x	k. A.
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	0,6 x	0,4 x	k. A.	0,6 x	0,5 x	k. A.
GKR	1,8	4,2	4,4	3,5	4,4	k. A.
EKR	k. A.	k. A.	k. A.	12,3 %	9,8 %	k. A.
Dividendenrendite	0,0	2,0	3,1	2,0	2,1	k. A.

ANHANG A: BESCHREIBUNG DER VERGLEICHSDATEN

TIETO OYJ

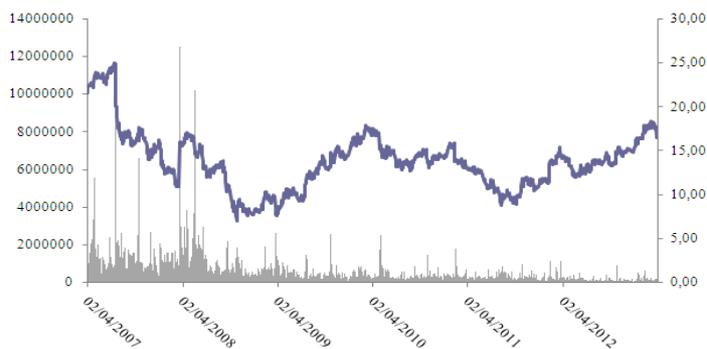
Eingetragene Währung

EUR (*Millionen, außer bei den Angaben je Aktie*)

ber das Unternehmen

Tieto Oyj ist ein Anbieter von Technologiedienstleistungen, Forschungs- und Entwicklungsdienstleistungen, Outsourcing, Beratung, Cloud-Services und branchenspezifischen Lösungen. Das Unternehmen agiert in Nordeuropa, Deutschland, Russland sowie Mittel- und Osteuropa. Tieto bedient die Sektoren Telekommunikation, Finanzen, Produktion, Energie, Öl und Gas, Gesundheit, Forstwirtschaft, Logistik und Einzelhandel.

Aktienkursentwicklung



Unternehmenswertberechnung

	Beendetes Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM
Aktenschlusskurs	7,8	14,5	14,2	11,0	14,9	16,5
52-Wochen-Hoch	17,2	15,8	18,4	16,0	15,8	18,4
52-Wochen-Tief	7,0	7,3	12,5	8,4	11,0	11,9
Marktkapitalisierung	557	1.036	1.020	786	1.069	1.185
Gesamtschuld	231	198	156	184	121	121
Liquide Mittel	120	123	98	137	87	87
Vorzugsaktien	0	0	0	0	0	0
Minderheitsbeteiligung	2	1	0	0	0	0
Unternehmenswert	669	1.112	1.078	833	1.104	1.219

Ertragslage

	Beendetes Geschäftsjahr						Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012	LTM	2013	2014	2015
Umsatz	1.866	k. A.	1.706	1.714	1.828	1.825	1.825	1.753	1.759
Wachstum in %	5,3 %	k. A.	k. A.	0,4 %	6,7 %	-0,2 %	k. A.	-3,9 %	0,3 %
EBITDA	178	k. A.	140	158	199	180	180	225	239
Marge EBIT	9,5 %	k. A.	8,2 %	9,2 %	10,9 %	9,9 %	9,9 %	12,9 %	13,6 %
Marge EBITDA	6,0 %	0,0 %	4,0 %	4,6 %	5,6 %	3,4 %	3,4 %	8,2 %	8,9 %
Nettozinsaufwand	k. A.	k. A.	13	16	16	15	k. A.	k. A.	k. A.
Nettogewinn	k. A.	k. A.	55	50	60	29	29	106	116

Multiplikatoren

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM	Prognose		
	2008	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015
EV/Umsatz	0,4 x	k. A.	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x
EV/EBITDA	3,8 x	k. A.	8,0 x	6,8 x	4,2 x	6,8 x	6,8 x	5,4 x	5,1 x
EV/EBIT	6,0 x	k. A.	16,1 x	13,6 x	8,1 x	19,9 x	19,9 x	8,5 x	7,8 x
KGV	k. A.	k. A.	18,9 x	20,6 x	13,1 x	40,3 x	40,3 x	11,2 x	10,2 x
KBV	entfällt	entfällt	2,0 x	1,8 x	1,4 x	2,1 x	entfällt	entfällt	entfällt

Finanzergebnisse

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Gesamtaktiva	1.255	1.195	1.241	1.280	1.186	k. A.
Geschäftswert	389	402	423	413	392	k. A.
Immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Gesamtaktiva, abzgl. immaterielle Vermögenswerte & Geschäftswert	865	793	818	867	794	k. A.
Eigenkapital	k. A.	k. A.	518	557	565	556
Eigenkapital, abzgl. immaterielle Vermögenswerte	k. A.	k. A.	95	144	173	k. A.

Finanzkennzahlen

	Beendetes Geschäftsjahr					LTM
	2008	2009	2010	2011	2012	
Nettverbindlichkeiten/Marktwert Eigenkapitals	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,0 x	0,0 x
Nettverbindlichkeiten/Gesamtaktiva	0,1 x	0,1 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	k. A.
EBITDA/Nettozinsaufwand	k. A.	k. A.	10,9 x	10,1 x	12,8 x	12,3 x
Nettverbindlichkeiten/EBITDA	0,6 x	k. A.	0,4 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x
GKR	4,7	4,5	4,1	4,8	2,4	k. A.
EKR	k. A.	k. A.	10,6 %	8,9 %	10,6 %	5,3 %
Dividendenrendite	6,4	3,4	4,9	6,8	5,6	k. A.