

Bericht

über die Prüfung der Angemessenheit
der Barabfindung für die beabsichtigte
Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen,

auf die

ISRA VISION AG, Darmstadt,

zum 30. Juni 2021

Auftrag: 21-0191

– Elektronische Kopie –

Diese elektronische Kopie der Berichterstattung unterliegt den Verwendungs-,
Haftungs- und Weitergabebeschränkungen gemäß Abschnitt A.

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht.....	I
Inhaltsverzeichnis	III
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
I. Auftrag	1
II. Auftragsdurchführung	3
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung.....	9
I. Prüfungsgegenstand.....	9
II. Art und Umfang der Prüfung.....	10
III. Prüfungsbericht.....	12
C. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung	13
I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung.....	13
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung.....	14
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	22
D. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.....	23
I. Überblick	23
II. Beschreibung des Bewertungsobjekts.....	24
III. Bewertungskonzeption	43
IV. Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	45
V. Vergangenheitsanalyse	65
VI. Planungsprozess und Planung	72
VII. Planungsplausibilisierung	77
VIII. Konvergenzphase und Terminal Value.....	88
IX. Zu kapitalisierende Ergebnisse.....	94
X. Eigenkapitalkosten.....	99
XI. Objektivierter Unternehmenswert	116
XII. Plausibilisierung des Unternehmenswerts.....	124
E. Angemessenheit der Barabfindung	132
I. Börsenkurs als Wertuntergrenze	132
II. Vorgeschlagene Barabfindung	139
F. Abschließende Erklärung.....	140
G. Anhang I – Bewertungen und Bewertungsgrundlagen	141
I. Planung IVP-Gruppe – vor Anpassungen Bewertungsgutachter	141
II. Planung IVP-Gruppe – nach Anpassungen Bewertungsgutachter	142
III. Replikation der Bewertung des Bewertungsgutachters.....	143
IV. Planung IVP-Gruppe – Bilanzen nach Anpassungen IVC.....	144
V. Kapitalkosten	146
VI. WACC-Verfahren	155

H.	Anhang II – Bewertungsgrundsätze	157
I.	Bewertungsgrundsätze und -methoden des IDW S 1	157
II.	Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)	169
I.	Verzeichnisse	176
I.	Abbildungsverzeichnis	176
II.	Tabellenverzeichnis	177
J.	Kontakt	180
K.	Anlageverzeichnis.....	181

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht.....	I
Inhaltsverzeichnis	III
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
I. Auftrag	1
II. Auftragsdurchführung	3
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung.....	9
I. Prüfungsgegenstand.....	9
II. Art und Umfang der Prüfung.....	10
III. Prüfungsbericht.....	12
C. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung	13
I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung.....	13
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung.....	14
1. Vorgehen	14
2. Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Methode	14
3. Sonderwerte	17
4. Vergleichsorientierte Bewertung	18
5. Vorerwerbe	19
6. Substanz- und Liquidationswert	19
7. Börsenkurs	20
8. Ergebnis.....	21
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	22
D. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.....	23
I. Überblick	23
II. Beschreibung des Bewertungsobjekts.....	24
1. Rechtliche und steuerliche Grundlagen	24
2. Wirtschaftliche Verhältnisse	26
a) Geschäftstätigkeit.....	26
(1) Aufbau der IVP-Gruppe und Verhältnis zur ISRA VISION-Gruppe.....	26
(2) Geschäftsmodell der IVP im Verhältnis zur ISRA VISION	27
(3) Wertschöpfung der IVP- im Verhältnis zur ISRA VISION-Gruppe.....	32
(4) Zwischenergebnis	34
b) Vermögens- und Ertragslage	35
(1) IVP (Einzelabschluss)	35
(a) Vermögenslage.....	35
(b) Ertragslage	37

	(2) IVP-Gruppe	38
	(a) Grundlage	38
	(b) Vermögenslage.....	39
	(c) Ertragslage	41
III.	Bewertungskonzeption	43
	1. Methodische Grundlagen	43
	2. Bewertungsstichtag	43
	3. IVP- als Teil der ISRA VISION-Gruppe	43
	4. Bewertungsverfahren	44
IV.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	45
	1. Gesamtwirtschaft.....	45
	a) Weltweite Entwicklung.....	45
	b) Deutschland	47
	c) China	48
	2. Marktumfeld und -prognose.....	49
	a) Marktstruktur	49
	b) Surface Vision	50
	c) Absatzmarkt Metall.....	53
	d) Absatzmarkt Papier	57
	3. Corona-Krise	59
	4. Peer Groups	60
	a) Unternehmen im Bereich Surface Vision	60
	b) Unternehmen in den relevanten Absatzmärkten.....	63
V.	Vergangenheitsanalyse	65
	1. Vergangenheitsbereinigungen	65
	2. Planungstreue	67
	a) Auftragseingang	67
	b) Umsatzerlöse und operatives Ergebnis (Budget)	69
VI.	Planungsprozess und Planung	72
	1. Planungsprozess	72
	2. Operative Planung – vor Anpassungen des Bewertungsgutachters	74
	3. Operative Planung – nach Anpassungen des Bewertungsgutachters	76

VII.	Planungsplausibilisierung	77
1.	Planungsprozess	77
2.	Operative Planung – Aufbereitung IVC	78
3.	Rechnerische und formelle Konsistenz	79
4.	Materielle, interne Plausibilität	80
a)	Planungsstände	80
b)	Vergangenheitsanalyse	80
c)	ISRA VISION-Planung	81
d)	Bezogene Leistungen	83
e)	Gesamtschau	83
5.	Materielle, externe Plausibilität	84
6.	Zwischenergebnis	87
VIII.	Konvergenzphase und Terminal Value	88
1.	Notwendigkeit einer Konvergenzphase	88
2.	Fortschreibung der operativen Planung und Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus	90
3.	Wachstumsabschlag	91
IX.	Zu kapitalisierende Ergebnisse	94
1.	Überblick	94
2.	Finanzierungsbedarf, Finanzierungsannahmen und Zinsergebnis	94
3.	Unternehmenssteuern	97
4.	Ausschüttungspotenzial und Ausschüttungsannahmen	97
X.	Eigenkapitalkosten	99
1.	Überblick	99
2.	Basiszinssatz	100
3.	Marktrisikoprämie	101
4.	Betafaktor	102
a)	Überblick	102
b)	Peer Group 1 (Surface Vision)	105
c)	Peer Group 2 (Absatzmärkte)	108
(1)	Peer Group 2a (Stahl)	108
(2)	Peer Group 2b (Aluminium)	110
(3)	Peer Group 2c (Papier)	112
d)	Festlegungen	114
5.	Zwischenergebnis – verschuldete Eigenkapitalkosten	115

XI.	Objektivierter Unternehmenswert	116
1.	Ertragswert	116
2.	Sonderwerte	117
a)	Nicht betriebsnotwendige Liquidität	117
b)	Steuerliches Einlagekonto.....	121
c)	Zwischenergebnis	122
3.	Objektivierter Unternehmenswert.....	123
XII.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts.....	124
1.	Sensitivitätsanalysen	124
a)	EBIT-Marge und DPO	124
b)	Asset Beta und Wachstumsabschlag.....	124
c)	Marktrisikoprämie und Basiszinssatz	125
d)	Weitere Berechnungen.....	125
2.	Vergleichsorientierte Bewertung	126
a)	Grundlagen.....	126
b)	Implizite Multiplikatoren IVP-Gruppe	127
c)	Umsatz-Multiplikatoren.....	128
d)	Ergebnis-Multiplikatoren.....	129
3.	Buchwertorientierte Bewertung	130
4.	Analystenberichte, Börsenkurse und Vorerwerbe	131
5.	Zwischenergebnis.....	131
E.	Angemessenheit der Barabfindung	132
I.	Börsenkurs als Wertuntergrenze	132
1.	Überblick.....	132
2.	3-Monats-umsatzgewichteter Durchschnittskurs und Kriterien gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung analog	133
3.	Weitere Kriterien	137
4.	Ergebnis.....	138
II.	Vorgeschlagene Barabfindung	139
F.	Abschließende Erklärung.....	140
G.	Anhang I – Bewertungen und Bewertungsgrundlagen	141
I.	Planung IVP-Gruppe – vor Anpassungen Bewertungsgutachter	141
1.	Gewinn- und Verlustrechnungen	141
2.	Bilanzen	141
II.	Planung IVP-Gruppe – nach Anpassungen Bewertungsgutachter	142
1.	Gewinn- und Verlustrechnungen.....	142
2.	Bilanzen	142
III.	Replikation der Bewertung des Bewertungsgutachters	143
IV.	Planung IVP-Gruppe – Bilanzen nach Anpassungen IVC.....	144

V.	Kapitalkosten	146
1.	Peer Groups – Prüfungsschema	146
2.	Peer Groups – Long Lists.....	147
a)	Surface Vision	147
b)	Absatzmarkt Metall.....	150
c)	Absatzmarkt Aluminium.....	151
d)	Absatzmarkt Papier	152
3.	Liquiditätskennzahlen	153
4.	Ausschüttungsquote	154
VI.	WACC-Verfahren	155
1.	WACC – nach persönlichen Steuern.....	155
2.	WACC – vor persönlichen Steuern	156
H.	Anhang II – Bewertungsgrundsätze.....	157
I.	Bewertungsgrundsätze und -methoden des IDW S 1	157
1.	Überblick.....	157
2.	Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks.....	157
3.	Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit	158
4.	Bewertungsstichtag	158
5.	Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips	158
6.	Objektivierter Unternehmenswert.....	159
a)	Wertkonzeption	159
b)	Finanzielle Überschüsse	159
(1)	Bereits eingeleitete oder im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen	159
(2)	Synergieeffekte	159
(3)	Ausschüttungsannahme	160
(4)	Ertragsteuern der Unternehmenseigner	160
(5)	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	161
c)	Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse.....	161
(1)	Grundlagen	161
(2)	Berücksichtigung des Risikos	162
(3)	Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Kapitalisierungszinssatz.....	163
d)	Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse	163

7.	Bewertungsverfahren	164
a)	Ertragswert- und DCF-Verfahren	164
(1)	Brutto- oder Nettokapitalisierung	164
(2)	Wertidentität der Verfahren	165
(3)	Ertragswertverfahren	165
(4)	DCF-Verfahren	165
b)	Liquidationswertverfahren	167
c)	Vergleichsorientierte Bewertung	168
II.	Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)	169
1.	Überblick	169
2.	Allgemeine Maßstäbe für die Planungsbeurteilung	169
3.	Analysehandlungen zur Beurteilung der Planzahlen	170
a)	Gewinnung eines Verständnisses des Planungsprozesses	170
b)	Plausibilitätsmaßstäbe	171
(1)	Überblick	171
(2)	Rechnerische und formelle Plausibilität	172
(3)	Materielle, interne Plausibilität	172
(4)	Materielle, externe Plausibilität	172
4.	Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen (FAUB FH 25. März 2020)	173
a)	Ausmaß und Dauer der negativen Effekte	174
b)	Kapitalkosten	175
I.	Verzeichnisse	176
I.	Abbildungsverzeichnis	176
II.	Tabellenverzeichnis	177
J.	Kontakt	180
K.	Anlageverzeichnis	181

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

I. Auftrag

1. Die

ISRA VISION AG,

Darmstadt

(im Folgenden auch „**ISRA VISION**“ oder „**Hauptaktionärin**“),

als Hauptaktionärin der

ISRA VISION PARSYTEC AG,

Aachen

(im Folgenden auch „**IVP**“, „**IVP-Gruppe**“ oder „**Gesellschaft**“),

beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der IVP gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a ff. AktG herbeizuführen. Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der IVP auf die ISRA VISION soll von der ordentlichen Hauptversammlung der IVP am 30. Juni 2021 beschlossen werden.

2. Die (seinerzeitige) ISRA VISION AG, Darmstadt (HRB 7722, Amtsgericht Darmstadt), wurde in einem umwandlungsrechtlichen Squeeze Out als übertragende Gesellschaft auf die (seinerzeitige) Atlas Copco Germany Holding AG, Darmstadt (HRB 100966, Amtsgericht Darmstadt), als übernehmende Gesellschaft verschmolzen (Verschmelzung zur Aufnahme). Mit Wirksamwerden der Verschmelzung am 18. Mai 2021 ist die übernehmende Gesellschaft Gesamtrechtsnachfolgerin der übertragenden Gesellschaft und ist in „ISRA VISION AG“ umfirmiert. Hauptaktionärin ist insofern die ISRA VISION AG nach Verschmelzung und Umfirmierung.

Wird im vorliegenden Bericht auf „Daten vor Wirksamwerden der Verschmelzung“ Bezug genommen, wird bei Verwendung der Begriffe ISRA VISION AG, ISRA VISION oder ISRA VISION-Gruppe auf den Zusatz „seinerzeitige“ bzw. „vor Wirksamwerden der Verschmelzung“ verzichtet.

3. Nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt werden und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird (Übertragungsbericht). Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen, die auf Antrag der Hauptaktionärin vom Gericht ausgewählt und bestellt werden (§ 327c Abs. 2 Satz 2 und Satz 3 AktG).

-
4. Auf Antrag der Hauptaktionärin hat das Landgericht Köln – 2. Kammer für Handelssachen – mit Beschluss vom 9. April 2021 die IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (verantwortlicher Prüfer: Herr Wirtschaftsprüfer Dr. Jörn Schulte), Essen (im Folgenden auch „IVC“ oder „Prüfer“), als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt (Anlage 1). Die Hauptaktionärin hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gem. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG beauftragt.
 5. Die Festlegung der Barabfindung durch die ISRA VISION erfolgte insbesondere auf Grundlage der von der ISRA VISION in Auftrag gegebenen Gutachtlichen Stellungnahme der RSM GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, Niederlassung Frankfurt am Main (im Folgenden „RSM“ oder „Bewertungsgutachter“), zum Unternehmenswert der ISRA VISION PARSYTEC AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG zum 30. Juni 2021 (im Folgenden auch „Gutachtliche Stellungnahme“).
 6. Der Bewertungsgutachter hat seine Gutachtliche Stellungnahme mit Datum vom 19. Mai 2021 erstattet. Die ISRA VISION hat sich im Übertragungsbericht die Gutachtliche Stellungnahme der RSM inhaltlich vollständig zu eigen gemacht; die Gutachtliche Stellungnahme der RSM ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage vollständig beigelegt und bildet einen integralen Bestandteil des Übertragungsberichts.

II. Auftragsdurchführung

7. Wir haben unsere Prüfung in der Zeit vom 14. April 2021 bis zum 21. Mai 2021 (Corona-bedingt) in unserem Büro in Essen durchgeführt. Die Prüfung wurde insbesondere von folgenden Mitarbeitern der IVC durchgeführt:
- WP / StB Dr. Jörn Schulte, CVA,
 - WP / StB Dr. Alexander Brunner,
 - Caroline Wegner, M.Sc.,
 - Mario Bode, B.Sc.,
 - Dipl.-Ök. Georg Köller.
8. Unsere Prüfung erfolgte nach Bestellung und Beauftragung parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters. Dabei haben wir unsere Prüfungshandlungen nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch den Bewertungsgutachter durchgeführt.

Zur Beurteilung der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters und der Festlegung der einzelnen bewertungsrelevanten Parameter durch den Bewertungsgutachter sowie für die Beurteilung des durch den Bewertungsgutachter insgesamt ermittelten Unternehmenswertes je Aktie und der Angemessenheit der Barabfindung haben wir die einzelnen Schritte der Wertermittlung des Bewertungsgutachters nachvollzogen und anhand eigener Analysen plausibilisiert.

Auf Basis dieser eigenen Analysen haben wir insbesondere eine eigene Bewertung zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorgenommen (siehe auch Abschnitt D.I).

Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

9. Wir haben mit dem Management der IVP sowie mit weiteren uns genannten Auskunftspersonen Gespräche geführt. Zudem haben wir uns fortlaufend – in Einklang mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes – bilateral mit dem Bewertungsgutachter über den Stand der Bewertungsarbeiten ausgetauscht und Zweifelsfragen erörtert. Insbesondere fanden folgende gemeinsame Besprechungen mit Vertretern der IVP / ISRA VISION und dem Bewertungsgutachter statt:

IVP SO

Termin	Ort	Inhalt	Teilnehmer
16. Apr 21	WebCo	Kick-off	RSM IVC
22. Apr 21	WebCo	Erläuterung Geschäftsmodell; Erläuterung Planung / Planungsprozess; Vorstellung Markt- und Wettbewerbsumfeld (Metall / Papier); Beschreibung Wettbewerber (Peer Group)	IVP RSM IVC
23. Apr 21	WebCo	Status Call	IVP RSM IVC
26. Apr 21	WebCo	Vorstellung Peer Group von RSM; Erläuterung Ableitung Betafaktoren	RSM IVC
27. Apr 21	WebCo	Detaillierte Erläuterung Vergangenheitszahlen / Vergangenheitsanalyse durch IVP; Überleitung HGB / IFRS Abschlüsse	IVP RSM IVC
27. Apr 21	WebCo	Erörterung Relevanz Börsenkurses der IVP	AO* RSM IVC
28. Apr 21	WebCo	Modellcheck; Behandlung thesaurierungsbedingtes Wachstum im TV sowie Besteuerung; Ausschüttung in Detailplanungsphase; Kapitalstruktur	RSM IVC
28. Apr 21	WebCo	Erläuterung Vertriebs- und Budgetplanung; Detaillierte Erläuterung Planung und Planungsprozess	IVP RSM IVC
30. Apr 21	WebCo	Status Call	IVP RSM IVC
7. Mai 21	WebCo	Status Call	IVP RSM IVC
11. Mai 21	WebCo	Erläuterung Modellanpassungen durch RSM; Besprechung zur Abgrenzung von Excess Cash und Total Debt; Erläuterungen / Diskussion Bereinigungen sowie Annahmen zur Konvergenzphase; Erläuterung der Planungstreue	RSM IVC
12. Mai 21	WebCo	Status Call	IVP RSM IVC
17. Mai 21	WebCo	Diskussion wesentlicher Bewertungsparameter; Gesamtplausibilisierung	IVP RSM IVC
17. Mai 21	WebCo	Status Call	IVP RSM IVC

* Allen & Overy

Tabelle 1 Wesentliche Gesprächstermine

10. Darüber hinaus haben wir weitere Auskünfte zu erforderlichen Informationen und Nachweisen eingeholt.

11. Die in verschiedenen Punkten bestehenden unterschiedlichen Auffassungen wurden im Verlauf der Prüfung zwischen dem Bewertungsgutachter und der IVC diskutiert.

Verbliebene unterschiedliche Auffassungen im Hinblick auf einzelne Bewertungsparameter stehen dabei dem Urteil der Angemessenheit der vorgeschlagenen Barabfindung nicht entgegen.

12. Für unsere Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
- Entwurf des Übertragungsbeschlusses (Stand 20. Mai 2021) (Anlage 2),
 - Konkretisiertes Übertragungsverlangen einschließlich Entwurf des Übertragungsbeschlusses (Stand 20. Mai 2021) vom 20. Mai 2021,
 - Übertragungsbericht der ISRA VISION AG mit Sitz in Darmstadt als Hauptaktionärin der ISRA VISION PARSYTEC AG mit Sitz in Aachen über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ISRA VISION PARSYTEC AG auf die ISRA VISION AG und zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 20. Mai 2021 sowie Entwurfsfassungen,
 - Gutachtliche Stellungnahme der RSM GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, Niederlassung Frankfurt am Main, zum Unternehmenswert der ISRA VISION PARSYTEC AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327a ff. AktG zum Bewertungsstichtag 30. Juni 2021 vom 19. Mai 2021 sowie entsprechende Entwurfsfassungen,
 - Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters, insbesondere
 - das Excel-basierte Bewertungsmodell (rechnendes Modell) sowie Entwurfsstände,
 - Unterlagen zur Ableitung der Kapitalkosten sowie
 - Multiple und Margen Analysen,
 - Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, für die Jahre 2017/18, 2018/19, 2019/20,
 - Bericht über die Prüfung des Berichts des Vorstands gemäß § 312 AktG über die Beziehung zu verbundenen Unternehmen für die Zeit des Jahres 2017/2018 (1. Oktober 2017 bis 30. September 2018), 2018/2019 (1. Oktober 2018 bis 30. September 2019) sowie 2019/2020 (1. Oktober 2019 bis 30. September 2020) der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen,
 - Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte der ISRA PARSYTEC GmbH, Aachen, für die Jahre 2017/18, 2018/19, 2019/20,

-
- Pro forma konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen des Teilkonzerns der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, zum 30. September 2018, 30. September 2019, sowie 30. September 2020,
 - Planungsrechnung des Teilkonzerns der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, für die Jahre 2020/21 bis 2024/25,
 - Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, für die Jahre 2017/18, 2018/19, 2019/20 sowie 2020/21 bis zum 9. März 2021,
 - Satzung der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, in der Fassung vom 3. Dezember 2020,
 - Unternehmenspräsentation der ISRA VISION AG, Darmstadt, „Market & Planing Parsytec (Metals & Paper)“ vom 22. April 2021,
 - Unterlagen zur Markt- und Wettbewerbssituation, insbesondere die Studie „Surface Inspection Market Global Forecast to 2025“ der MarketsandMarkets, Februar 2015,
 - Informationen zum Bestand des steuerlichen Einlagekontos der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, vom 5. April 2021,
 - Informationen bezüglich des Squeeze Out bei der ISRA VISION AG, insbesondere
 - Übertragungsbericht der ATLAS COPCO GERMANY HOLDING AG als Hauptaktionärin der ISRA VISION über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ISRA VISION auf die ATLAS COPCO GERMANY HOLDING AG sowie zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 29. Oktober 2020,
 - Gutachtliche Stellungnahme der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, zum Unternehmenswert der ISRA VISION AG und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten verschmelzungsrechtlichen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre vom 28. Oktober 2020 (im Folgenden „Gutachtliche Stellungnahme KPMG“),
 - Bericht der IVA Valuation & Advisory AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, über die Prüfung der Angemessenheit der Barfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ISRA VISION AG, Darmstadt, auf die Atlas Copco Germany Holding AG, Darmstadt, vom 29. Oktober 2020,
 - sonstige bewertungsrelevante und für die Ermittlung der Abfindung relevante Unterlagen und Informationen.

Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und auf Kapitalmarktdaten der Finanzinformationsdienstleister Refinitiv und Capital IQ zurückgegriffen.

13. Sämtliche von uns erbetene Aufklärungen und Nachweise wurden uns von der IVP sowie den uns benannten Auskunftspersonen erteilt.

Als Auskunftspersonen standen uns von Seiten der IVP und der ISRA VISION insbesondere

- Herr Martin Heinrich, CFO der IVP und der ISRA VISION,
- Herr Andreas Metz, Leiter Rechnungswesen der IVP und der ISRA VISION,
- Herr Dr. Dirk Hanusch, Corporate Manager Business Development ISRA VISION,
- Frau Hannah Siegl, Legal & M&A Affairs Referentin der ISRA VISION,

und von Seiten RSM insbesondere

- Herr Santosh Varughese, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater,
- Herr Arno Kramer, Wirtschaftsprüfer,
- Herr Daniel Kittlauss (Duff & Phelps), CFA und CPA,

zur Verfügung. RSM wurde bei den Bewertungsarbeiten durch Duff & Phelps unterstützt.

14. Die IVP hat uns gegenüber eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche Angaben und Unterlagen, die für unsere Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt bzw. zur Verfügung gestellt wurden. Darüber hinaus hat die ISRA VISION uns gegenüber eine Vollständigkeitserklärung dahingehend abgegeben, dass sie die Vollständigkeitserklärung der IVP zur Kenntnis genommen hat und dass ihr keine abweichenden oder darüber hinausgehenden Informationen bekannt sind, die für die Bestimmung des Unternehmenswertes der IVP und / oder der Barabfindung nach § 327b AktG von Bedeutung sind.
15. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 21. Mai 2021 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der IVP über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der IVP am 30. Juni 2021 Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der IVP ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung grundsätzlich ergänzend zu berücksichtigen.
16. Bei unserer Prüfung haben wir den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., beachtet. Wir erstatten diesen Bericht im Sinne von IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Funktion als neutraler Gutachter.

17. Wir haben keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.

Die von uns betrachteten Jahresabschlüsse der IVP sind vom jeweiligen Abschlussprüfer jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen worden. Die Ordnungsmäßigkeit der Jahresabschlüsse einschließlich der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften setzen wir insofern voraus.

Die IVP ist gemäß § 291 HGB von der Verpflichtung befreit, einen Konzernabschluss und Konzernlagebericht aufzustellen, da – zumindest bis zum 30. September 2020 – die ISRA VISION den befreienden Konzernabschluss und Konzernlagebericht aufstellt und im elektronischen Bundesanzeiger offenlegt. Der befreiende Konzernabschluss wird in Euro und nach den International Financial Reporting Standards („IFRS“), wie sie in der EU anzuwenden sind, aufgestellt.

Konzernabschlüsse der IVP werden demnach nicht regelmäßig erstellt; vielmehr werden für Zwecke der Erstellung des ISRA VISION Konzernabschlusses vorkonsolidierte Abschlüsse der IVP aufgestellt („Ausgangsdaten“), die in den Konzernabschluss der ISRA VISION einfließen. Die im vorliegenden Fall für Zwecke der Bewertung (rückwirkend) von der IVP erstellten pro forma Konzernabschlüsse der IVP der letzten drei Jahre wurden nicht geprüft; die hierfür vorgenommenen Anpassungen der Ausgangsdaten wurden von RSM im Rahmen der gutachterlichen Tätigkeit reviewt.

Die IVP hat uns in diesem Zusammenhang im Rahmen ihrer Vollständigkeitserklärung versichert, dass die entsprechenden Ausgangsdaten für die hier zugrunde gelegten, von der IVP erstellten pro forma Konzernabschlüsse der IVP der letzten drei Jahre auch in die entsprechenden Konzernabschlüsse der ISRA VISION eingegangen sind.

18. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend, die diesem Bericht als Anlage 3 beigelegt sind.

Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln – ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbeschränkung gemäß §§ 327c Abs. 2i.V.m. 293d Abs. 2 AktG und § 323 HGB – unsere Verantwortlichkeit auch gegenüber Dritten.

Dieser Bericht darf nicht für andere als den oben dargestellten Zweck verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entscheidet, oder im Zusammenhang mit Gerichtsverfahren, die in Verbindung mit der Hauptversammlung angestrengt werden.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

I. Prüfungsgegenstand

19. Mit Schreiben vom 23. März 2021 hat die ISRA VISION an den Vorstand der IVP das Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gerichtet, die Hauptversammlung der IVP über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die ISRA VISION (oder einer Gesamtrechtsnachfolgerin der ISRA VISION) als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.
20. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin, dass diese unmittelbar oder mittelbar mindestens 95,0 % der Anteile am Grundkapital der Gesellschaft gehören.
21. Das Grundkapital der IVP belief sich zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts auf 6.206.178,00 € und ist eingeteilt in 6.206.178 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € je Aktie.

Die ISRA VISION hielt entsprechend des dem Vorstand der IVP übermittelten Verlangen vom 23. März 2021 (und auch am 21. Mai 2021) 5.962.135 Aktien an der IVP, was einem rechnerischen Anteil von rd. 96,07 % am Grundkapital entspricht.

22. Nach den uns vorliegenden Informationen erfüllt die ISRA VISION als Hauptaktionärin i.S.v. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG die Voraussetzungen für die Herbeiführung eines Beschlusses über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der IVP auf die ISRA VISION.
23. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister beim Amtsgericht Aachen gehen auf der Grundlage von § 327e Abs. 3 AktG sämtliche Aktien der Minderheitsaktionäre der IVP kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf die Hauptaktionärin ISRA VISION über. Als Entschädigung für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der IVP gemäß § 327a Abs. 1 AktG eine angemessene Barabfindung zu.

Diese ist Gegenstand unserer Prüfung.

Die weiteren Voraussetzungen, insbesondere die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts der Hauptaktionärin vom 20. Mai 2021, waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung, nicht Gegenstand unserer Prüfung.

II. Art und Umfang der Prüfung

24. Auf der Grundlage der vorstehenden Ausführungen haben wir als Prüfer i.S.v. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüft, ob die von der ISRA VISION als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Arbeiten (21. Mai 2021) erwarteten Verhältnisse der IVP für den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Übertragungsbeschluss zum 30. Juni 2021 als angemessen anzusehen ist.
25. Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich zunächst anhand der Prüfung der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat dann die der Ermittlung der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel sind und die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet sind.
26. Für die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Unternehmenswertermittlung haben wir vor diesem Hintergrund insbesondere die folgenden Prüfungsschwerpunkte festgelegt:
- Angemessenheit der Bewertungsmethodik und zutreffende Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2008,
 - Analyse der Vergangenheit (Bereinigungen und Planungstreue),
 - Planungsprozess in der IVP- bzw. ISRA VISION-Gruppe und damit verknüpft Datenverfügbarkeit auf Ebene der IVP-Gruppe,
 - Plausibilität der Planungsrechnung im Detailplanungszeitraum („Phase I“), der Fortschreibung der Planung („Phase II“), in diesem Zusammenhang auch Abgleich mit der übergeordneten Planung der ISRA VISION-Gruppe,
 - Plausibilität des Terminal Value und des Wachstumsabschlags,
 - Plausibilität der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes, insbesondere der Höhe des Asset Betas,
 - Plausibilität der Abgrenzung und Höhe der nicht betriebsnotwendigen Liquidität und deren Verarbeitung i.V.m. dem steuerlichen Einlagekonto.

-
27. Bei der Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich auch Börsenkurse als Wertuntergrenze heranzuziehen.

Die IVP ist nach Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt im Jahr 2008 in diesem Sinne nicht mehr börsennotiert. Aktien der IVP werden im Freiverkehr der Börse München gehandelt; die Einbeziehung in den Freiverkehrshandel an der Börse München erfolgt nicht auf Antrag der IVP.

Wir haben vor diesem Hintergrund zunächst die Ermittlung und Beurteilung eines Börsenkurses als potenzielle Wertuntergrenze für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung durch den Bewertungsgutachter analysiert. Auf dieser Basis haben wir eine eigenständige Ermittlung und Beurteilung des Börsenkurses als potenzielle Wertuntergrenze der Abfindung vorgenommen.

28. Zur Beurteilung der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters und der Festlegung der einzelnen bewertungsrelevanten Parameter durch den Bewertungsgutachter sowie für die Beurteilung des durch den Bewertungsgutachter insgesamt ermittelten Unternehmenswertes je Aktie und der Angemessenheit der Barabfindung haben wir die einzelnen Schritte der Wertermittlung des Bewertungsgutachters nachvollzogen und anhand eigener Analysen plausibilisiert.

Auf Basis dieser eigenen Analysen haben wir insbesondere eine eigene Bewertung zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorgenommen.

III. Prüfungsbericht

29. Als Prüfer berichten wir gemäß §§ 327c Abs. 2 i.V.m. 293e Abs. 1 AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung. Der Prüfungsbericht hat mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Bericht anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
 - welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere Methoden angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihr zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.
30. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

Die Angaben im Bericht beschränken sich auf die nach unserer Auffassung für die Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wesentlichen Aspekte; die übrigen Analysen haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Wir verweisen ergänzend auf die Angaben im Übertragungsbericht und auf die dem Übertragungsbericht als Anlage beigefügte Gutachtliche Stellungnahme des Bewertungsgutachters.

C. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

31. Die ISRA VISION hat die Barabfindung im Entwurf (Stand: 20. Mai 2021) des Beschlusses über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der IVP auf die Hauptaktionärin zum 30. Juni 2021 wie folgt festgelegt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der ISRA VISION PARSYTEC AG mit Sitz in Aachen werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. des Aktiengesetzes auf die ISRA VISION AG mit Sitz in Darmstadt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Darmstadt unter HRB 100966, als Hauptaktionärin der ISRA VISION PARSYTEC AG gegen Gewährung einer von der ISRA VISION AG zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 10,24 je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie übertragen.“

32. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen der Angemessenheit der Barabfindung.

Die ISRA VISION hat sich im Übertragungsbericht die Gutachtliche Stellungnahme der RSM inhaltlich vollständig zu eigen gemacht; die Gutachtliche Stellungnahme der RSM ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage vollständig beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil des Übertragungsberichts.

Der Bewertungsgutachter ermittelt im Rahmen seiner Gutachtlichen Stellungnahme auf Basis des Ertragswertverfahrens (unter Berücksichtigung von Sonderwerten) einen Unternehmenswert von 10,24 € je Aktie.

Den über einen am 22. März 2021 endenden Drei-Monats-Zeitraum ermittelten volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der IVP von 10,48 € je Aktie sieht der Bewertungsgutachter als Wertuntergrenze nicht als einschlägig an.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

1. Vorgehen

33. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs.1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung, die nachfolgend dargestellt werden.
34. Nach unseren Feststellungen führt im vorliegenden Fall das Ertragswertverfahren unter Hinzufügung gesondert bewerteter Vermögensgegenstände (Sonderwerte) zu einer angemessenen Barabfindung. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Abschnitt D unseres Berichts.

2. Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Methode

35. In Literatur und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung ist heute anerkannt und auch im IDW S 1 i.d.F. 2008 ist niedergelegt, dass sowohl die Ertragswertmethode als auch die Discounted Cash Flow-Methode (DCF-Methode) – abgesehen von Sonderfällen, wie z.B. einem höheren Liquidationswert – zur Unternehmenswertermittlung herangezogen werden können (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5 und 7). Beide Methoden beruhen mit dem Kapitalwertkalkül grundsätzlich auf der gleichen konzeptionellen Grundlage. Bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und Besteuerung des Unternehmens, führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101).
36. Im Rahmen der Ertragswertmethode ergibt sich der Wert eines Unternehmens unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Für die Abzinsung der finanziellen Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz zugrunde gelegt, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten alternativen Anlage widerspiegelt (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4).
37. Die zur Ermittlung des Unternehmenswertes zu diskontierenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen vor allem von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher eine Prognose der verfügbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 25).

-
38. Die Prognose der verfügbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 68). Grundsätzlich beruht die vorhandene Ertragskraft auf den zum Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren. Dabei sind für die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten Maßnahmen bzw. aus hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen bzw. am Bewertungsstichtag geltenden Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig verändert sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zur Vergangenheit bzw. zu den Verhältnissen am Bewertungsstichtag zu berücksichtigen. Im Einzelnen werden nach dem Stichtagsprinzip für die Wertermittlung allein die Erkenntnisse und Rahmenbedingungen zugrunde gelegt, die am Bewertungsstichtag vorliegen oder deren Wurzeln in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag gelegt wurden (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 32).
39. Ferner erfolgt die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes als Stand Alone-Wert ohne Berücksichtigung der Veränderung finanzieller Überschüsse, die aus dem wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen. Einzubeziehen sind nach IDW S 1 i.d.F. 2008 lediglich so genannte unechte Synergieeffekte. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen; jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34).
40. Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes ist ferner von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzeptes und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35).
41. Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ist die Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen für die erste Phase der Planung (Detailplanungsphase) [...] auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzeptes und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, so ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 36).

-
42. Im Rahmen der zweiten Phase [...] wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge wird die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung getroffen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37).
43. Die Ermittlung des Unternehmenswertes erfolgt aus Sicht der Anteilseigner. Daher sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren. Als betriebliche Ertragsteuern sind die Gewerbesteuer und die Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag bzw. ausländische Ertragsteuern zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29 ff.).
44. Die künftigen Nettozuflüsse werden um die persönlichen Ertragsteuern gekürzt und mit einem ebenfalls durch die persönlichen Ertragsteuern beeinflussten Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Die praktische Umsetzung der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung erfordert daher grundsätzlich Typisierungen hinsichtlich der Höhe des effektiven persönlichen Steuersatzes des Anteilseigners als Ausfluss seiner steuerlich relevanten Verhältnisse und Verhaltensweisen. So sind bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften bei differenzierter Effektivbesteuerung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen zusätzliche Annahmen, z.B. über den Zeitraum des Haltens der Unternehmensanteile, zu treffen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 44).
45. Seit dem Veranlagungszeitraum 2009 unterliegen Zinseinkünfte, Dividendeneinkünfte und Kursgewinne der einheitlichen Abgeltungssteuer i.H.v. 25,0 % zuzüglich Solidaritätszuschlag. Bei der Veräußerungsgewinnbesteuerung ist zum einen zu beachten, dass Kursgewinne von Wertpapieren, die vor dem 1. Januar 2009 erworben wurden, auch nach dem 1. Januar 2009 steuerfrei realisiert werden können. Zum anderen korreliert die effektive Besteuerung von Kursgewinnen negativ mit der Haltedauer der Wertpapiere. Lange Haltedauern führen zu einer geringeren effektiven Steuerbelastung und damit zu einem aus heutiger Sicht höheren Unternehmenswert. Dabei ist davon auszugehen, dass die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe des hälftigen nominellen Abgeltungssteuersatzes von 12,5 % zuzüglich des Solidaritätszuschlags sachgerecht ist.
46. Im Rahmen des Ertragswertverfahrens ist bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes grundsätzlich ein Eigenkapitalkostensatz zu ermitteln. Hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung muss dieser Eigenkapitalkostensatz im Verhältnis zum zu kapitalisierenden Zahlungsstrom jeweils äquivalent sein (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114). Zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes ist dieser zweckmäßigerweise in seine Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag, d.h. eine von den Anteilseignern für die Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie, zu zerlegen. Außerdem ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraums zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 122).

-
47. Im vorliegenden Fall wurde zur Ermittlung des Unternehmenswertes vom Bewertungsgutachter – und auch von uns – die Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögenswerte (Sonderwerte) angewandt. Die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem (fundamentalanalytischen) Ertragswertverfahren ist auch vor dem Hintergrund der Überlegungen des Bundesverfassungsgerichts im Rahmen der Verfassungsbeschwerde im Fall Telekom/T-Online (1 BvR 2658/10) weiterhin als verfassungsrechtlich unbedenklich anzusehen.

Ergänzend haben wir den Unternehmenswert der IVP (mit gleichem Ergebnis) nach verschiedenen DCF-Methoden (APV-, WACC- und FTE-Verfahren) ermittelt.

Die Festlegung der Barabfindung erfolgte auf der Grundlage des ermittelten (fundamentalanalytischen) Unternehmenswertes unter etwaiger Hinzufügung gesondert bewerteter Vermögenswerte (Sonderwerte).

3. Sonderwerte

48. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen werden dafür u.a. auch steuerliche Sondertatbestände erfasst (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 59 ff.). Alternativ können derartige Werte in die Ableitung des Ertragswerts integriert werden.
49. Im vorliegenden Fall wurden vom Bewertungsgutachter folgende Vermögenswerte gesondert bewertet und dem Ertragswert hinzugefügt: nicht betriebsnotwendige Liquidität („Excess Cash“) i.V.m. dem steuerlichen Einlagekonto der IVP. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen liegt auskunftsgemäß nicht vor.

4. Vergleichsorientierte Bewertung

50. Vergleichsorientierte Bewertungen werden in der Bewertungspraxis auf der Grundlage von Multiplikatoren durchgeführt. Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen markt-orientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und dort verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z.B. Umsatz (Sales), Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (E-BITDA) oder Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)) zum „Marktwert“ eines Unternehmens (einschließlich verzinslichem Fremdkapital) wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der „Marktwert“ eines zu bewertenden Unternehmens (einschließlich verzinslichem Fremdkapital) resultiert sodann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjekts mit dem (durchschnittlichen) Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 164 ff.).
51. Damit liegt dem Multiplikator-Verfahren die Annahme zugrunde, dass ähnliche Unternehmen auf einem Markt ähnlich bewertet werden. Die spezifischen wirtschaftlichen Verhältnisse eines Bewertungsobjekts werden im Rahmen des Multiplikator-Verfahrens allenfalls eingeschränkt abgebildet. Demnach erlauben vergleichsorientierte Multiplikator-Verfahren nur eine Annäherung an den inneren, auf der Grundlage von finanziellen Überschüssen ermittelten Unternehmenswert des Bewertungsobjekts.
52. Die Multiplikator-Bewertung kann nicht an die Stelle eines kapitalwertorientierten Verfahrens treten und ist als ausschließliche Methode zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht geeignet. Vereinfachte Preisfindungen auf der Grundlage von Multiplikator-Verfahren können im Einzelfall aber Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren oder nach den DCF-Verfahren bieten (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz 143).
53. Vor diesem Hintergrund haben wir – wie auch der Bewertungsgutachter – eine vergleichende Multiplikator-Bewertung durchgeführt bzw. Multiplikatorüberlegungen vorgenommen.

5. Vorerwerbe

- 54. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile sind wichtige Orientierungsgrößen zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmens- und Anteilswerten. Sie ersetzen jedoch keine Unternehmensbewertung (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 13).
- 55. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die der Hauptaktionär für außerbörsliche Aktienерwerbe in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen (vgl. Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19 m.w.N.).
- 56. Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat in seiner Grundsatzentscheidung vom 27. April 1999 (BVerfG, 1 BvR 1613/94) festgestellt, dass die Nichtberücksichtigung der vom Hauptaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft von Verfassungswegen unbedenklich sei. Tatsächlich gezahlte Preise des Hauptaktionärs könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Derartige Erwägungen seien jedoch für den Minderheitsaktionär nicht relevant.
- 57. Vorerwerbe erfolgten letztmals im Jahr 2011.

6. Substanz- und Liquidationswert

- 58. Die Bewertung der Substanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden Berücksichtigung immaterieller Werte lediglich einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Einem als Teilrekonstruktionswert verstandenen Substanzwert kommt keine eigenständige Bedeutung für die Ermittlung des Unternehmenswertes zu (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6 und Tz. 170 ff.).
- 59. Der Ansatz eines Liquidationswerts ist geboten, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation der Gesellschaft den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt und zudem die Möglichkeit der Unternehmenszerschlagung tatsächlich besteht (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 140).
- 60. Vor diesem Hintergrund haben wir Überlegungen zur Höhe eines Substanz- sowie Liquidationswertes vorgenommen.

7. Börsenkurs

61. Bei speziellen Bewertungsanlässen (z.B. Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG, § 320b AktG sowie §§ 327a f. AktG) ist der Verkehrswert – bzw. im vorliegenden Fall die angemessene Barabfindung – von börsennotierten Aktien vor dem Hintergrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Grundsätzlich ist das Ertragswertverfahren auch in diesen Bewertungsanlässen höchstrichterlich anerkannt. Sofern aber in diesen Fällen der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert je Aktie unter dem Börsenkurs liegt, ist der Börsenkurs als Mindestgröße für die Bemessung der Abfindung heranzuziehen. Dies gilt jedoch nicht, wenn der Börsenkurs – z.B. bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses – nicht dem Verkehrswert der Aktien entspricht (vgl. auch IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 16).
62. Das BVerfG hat in seiner Entscheidung vom 27. April 1999 (BVerfG, 1 BvR 1613/94) die Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze bei der Bemessung von Abfindung und Ausgleich im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung festgestellt. Diese Vorgabe des BVerfG findet nach herrschender Meinung auch auf den Squeeze-out Anwendung.
63. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs als Wertuntergrenze zu berücksichtigen, gilt jedoch nicht uneingeschränkt. So ist der Börsenkurs zumindest dann nicht als Wertuntergrenze maßgeblich, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegeln (BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27. April 1999, OLG Düsseldorf 26. Zivilsenat, I-26 W 7/06 AktE vom 4. Oktober 2006).
64. Die IVP ist nach Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt im Jahr 2008 in diesem Sinne nicht mehr börsennotiert. Aktien der IVP werden im Freiverkehr der Börse München gehandelt; die Einbeziehung in den Freiverkehrshandel an der Börse München erfolgt nicht auf Antrag der IVP.
65. Wir haben vor diesem Hintergrund die Beurteilung und Ermittlung eines Börsenkurses als potenzielle Wertuntergrenze für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung durch den Bewertungsgutachter analysiert und eine eigene Beurteilung vorgenommen.

8. Ergebnis

66. Die ISRA VISION hat die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf 10,24 € pro Stückaktie der IVP festgelegt. Die Barabfindung wurde von der ISRA VISION auf der Grundlage der von dem Bewertungsgutachter erstatteten Gutachtlichen Stellungnahme festgelegt.

Der Bewertungsgutachter hat unter Beachtung des IDW S i.d.F. 2008 in der Funktion eines neutralen Gutachters den objektiven Unternehmenswert der IVP ermittelt.

Auch unsere eigene Bewertung folgt diesen Grundsätzen. Zumindest im vorliegenden Fall sind für uns keine Anhaltspunkte erkennbar, dass eine Bewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 zu ökonomisch nicht plausiblen Ergebnissen führt.

67. Wir erachten die grundsätzliche Bewertungsmethode / Vorgehensweise des Bewertungsgutachters als angemessen.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

68. Aufgrund unserer Prüfung der Wertermittlung des Bewertungsgutachters einschließlich der dabei von uns vorgenommenen eigenen Bewertung sowie nach Durchsicht des Übertragungsberichts stellen wir fest, dass bei der Bewertung der IVP keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten sind.

D. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

I. Überblick

69. Zur Beurteilung der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters und der Festlegung der einzelnen bewertungsrelevanten Parameter durch den Bewertungsgutachter sowie für die Beurteilung des durch den Bewertungsgutachter insgesamt ermittelten Unternehmenswertes je Aktie und der Angemessenheit der Barabfindung haben wir die einzelnen Schritte der Wertermittlung des Bewertungsgutachters nachvollzogen und anhand eigener Analysen plausibilisiert; auf Basis dieser eigenen Analysen haben wir eine eigene Bewertung zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorgenommen.
70. Im Einzelnen sind wir im Rahmen unserer Prüfung wie folgt vorgegangen:
- Wir haben das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters auf sachliche und rechnerische Richtigkeit überprüft, indem wir unser Bewertungsmodell entsprechend adaptiert haben. Wir konnten auf Basis der Annahmen des Bewertungsgutachters den vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswert je Aktie (auf Eurocent gerundet) replizieren und haben das Ergebnis im Anhang I, Abschnitt G.III, dargestellt.
 - Wir haben im Weiteren eine eigene Bewertung in unserem Bewertungsmodell vorgenommen; diese Bewertung dient uns als Prüfungsmaßstab für die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung.
 - Unsere eigene Bewertung schließt eigenständige Analysen zu wesentlichen, bewertungsrelevanten Parametern ein.
 - Auf Basis unserer Analysen haben wir
 - einzelne Parameter bzw. – sofern angezeigt – eine plausible Bandbreite von Parametern abgeleitet und
 - die Festlegungen der Parameter durch den Bewertungsgutachter in Relation zu diesen Parametern bzw. diesen Bandbreiten von Parametern beurteilt und
 - für unsere eigene Bewertung die Parameter insbesondere auch vor dem Hintergrund unserer übergreifenden Plausibilisierungen festgelegt.
71. Nachfolgend stellen wir unsere eigene Bewertung dar; auf wesentliche Abweichungen zwischen unserem Vorgehen und dem Vorgehen des Bewertungsgutachters gehen wir ein.

II. Beschreibung des Bewertungsobjekts

1. Rechtliche und steuerliche Grundlagen

72. Die IVP ist im Handelsregister des Amtsgerichts Aachen unter der Nummer HRB 7346 eingetragen. Sitz der Gesellschaft ist Aachen.
73. Satzungsmäßiger Gegenstand der IVP ist die Entwicklung, die Herstellung und der Handel von Computersystemen, Softwarelösungen und Komponenten aller Art, sowie die Erbringung von Service- und sonstigen Dienstleistungen. Die Gesellschaft ist insbesondere tätig in den Bereichen der Automatisierungstechnik, der Machine-Vision-Systeme und -Anwendungen, sowie der automatischen, computergestützten Qualitätskontrolle und Produktionssteuerung.

Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die der Erreichung des Gesellschaftszweckes unmittelbar oder mittelbar zu dienen geeignet sind; sie kann verwandte und strategisch ergänzende Geschäftsfelder erschließen. Sie kann darüber hinaus im Inland und Ausland Zweigniederlassungen errichten, Tochtergesellschaften gründen, andere Unternehmen erwerben oder sich an anderen Unternehmen beteiligen.

74. Das Geschäftsjahr der IVP beginnt zum 1. Oktober eines Jahres und endet mit dem 30. September des Folgejahres.
75. Das gezeichnete Kapital beträgt zum 30. September 2020 und zum Bewertungsstichtag 6.206.178 € und ist in 6.206.178 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € je Aktie eingeteilt.
76. Die Aktien der IVP waren bis zum 18. April 2008 an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard (regulierter Markt) zugelassen. Seitdem sind die Aktien der Gesellschaft nicht mehr in einem regulierten Markt einer Börse im Inland oder einem vergleichbaren Markt im Ausland zum Handel zugelassen und werden nicht gehandelt.

Die Aktien der IVP sind demnach seit dem Jahr 2008 in diesem Sinne nicht mehr börsennotiert.

Aktien der IVP werden im Freiverkehr der Börse München gehandelt; die Einbeziehung in den Freiverkehrshandel an der Börse München erfolgt nicht auf Antrag der IVP.

-
77. Die IVP bildet mit ihrem Tochterunternehmen ISRA PARSYTEC GmbH aufgrund eines Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrages („BGAV“) eine gewerbe- und körperschaftsteuerliche Organschaft.
 78. Zum 30. September 2020 bestanden bei der IVP bzw. der IVP-Gruppe keine nutzbaren Verlustvorträge.
 79. Das steuerliche Einlagekonto hatte gemäß Bescheid vom 5. April 2021 zum 30. September 2019 einen Stand von 18,5 Mio.€; auch zum 30. September 2020 beträgt das steuerliche Einlagekonto voraussichtlich 18,5 Mio. €.

2. Wirtschaftliche Verhältnisse

a) Geschäftstätigkeit

(1) Aufbau der IVP-Gruppe und Verhältnis zur ISRA VISION-Gruppe

80. Die Beteiligungsstruktur der Gesellschaft stellt sich wie folgt dar:

IVP SO

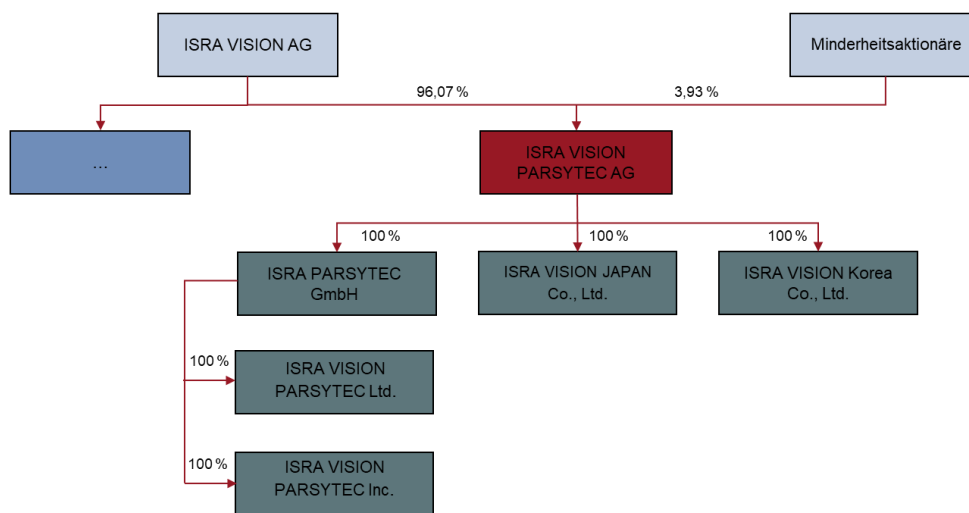


Abbildung 1 Beteiligungsstruktur der IVP-Gruppe

81. Die IVP ist über ihre Hauptaktionärin ein Unternehmen der ISRA VISION-Gruppe mit der ISRA VISION als Mutterunternehmen. Die ISRA VISION verfügt über zahlreiche weitere Beteiligungen im In- und Ausland.
82. Die IVP ist Muttergesellschaft der IVP-Gruppe. Zur IVP-Gruppe gehören neben der IVP die folgenden Gesellschaften, an denen die IVP mittelbar oder unmittelbar jeweils 100 % der Anteile hält:
- ISRA PARSYTEC GmbH, Aachen, Deutschland,
 - ISRA VISION JAPAN Co., Ltd., Yokohoma, Japan,
 - ISRA VISION Korea Co., Ltd., Seoul, Südkorea,
 - ISRA VISION PARSYTEC Inc., Berkeley Lake/Georgia, USA und
 - ISRA VISION PARSYTEC Ltd., Eastleigh, Vereinigtes Königreich.
83. Das operative Geschäft wird im Wesentlichen über die ISRA PARSYTEC GmbH abgewickelt; die weiteren Gesellschaften der IVP-Gruppe sind (ausländische) Service- und Vertriebsgesellschaften.

(2) Geschäftsmodell der IVP im Verhältnis zur ISRA VISION

84. Die IVP-Gruppe ist in die ISRA VISION-Gruppe integriert; insofern ist ein grundsätzliches Verständnis für das Verhältnis des Geschäftsmodells der IVP-Gruppe und der ISRA VISION-Gruppe notwendig:

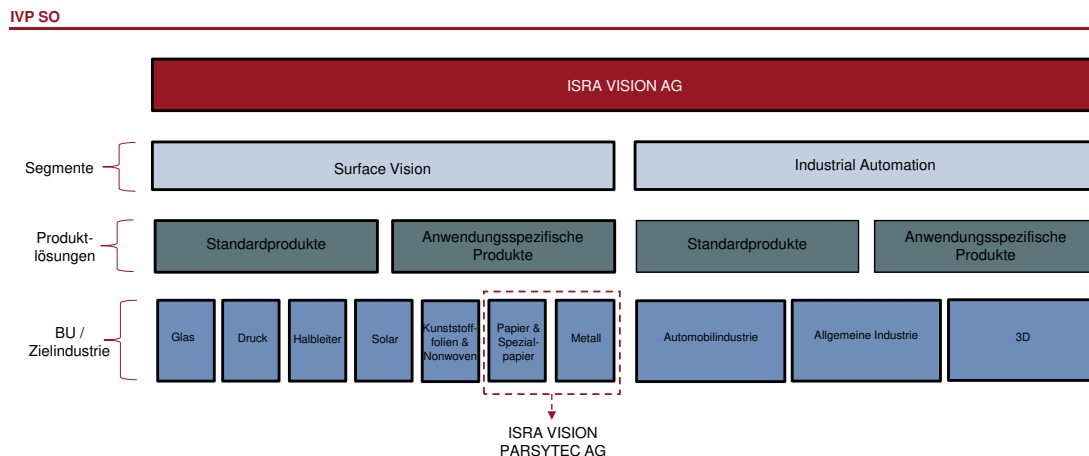


Abbildung 2 Geschäftsmodell der ISRA VISION-Gruppe und Einordnung des Geschäftsmodells der IVP-Gruppe

85. Die ISRA VISION-Gruppe ist ein Weltmarktführer im Bereich der Oberflächeninspektionssysteme und Bildverarbeitungssysteme. Darüber hinaus bietet die Unternehmensgruppe Produkte und Dienstleistungen für die Qualitätssicherung und Automatisierung der Produktion auf Basis von intelligenten Machine Vision-Systemen an.

Die Geschäftstätigkeit der ISRA VISION gliedert sich entsprechend in die Segmente

- Surface Vision und
- Industrial Automation.

86. Das Segment Surface Vision umfasst das Angebot von Systemen zur Oberflächeninspektion von Bahnwaren und ähnlichen Materialien.
87. In dem Segment Industrial Automation werden Anwendungen und Produkte im Bereich Robot Vision/Guidance, Inline-Messtechnik und Qualitätskontrolle für die diskrete Produktion gebündelt.

Die Produkte der ISRA VISION-Gruppe sind einerseits anwendungsspezifisch ausgerichtet. Andererseits bietet die ISRA VISION-Gruppe ein Portfolio aus Standard-Produkten, die für eine breitere Anwendung in verschiedensten Zielmärkten konzipiert sind.

-
88. Anwendungsspezifische Produkte müssen auf die Bedürfnisse des Kunden angepasst werden. Anwendungsspezifische Produkte erfordern entsprechend kundenspezifischen Engineeringaufwand, der in geringerem Maße skalierbar ist als im Bereich der Standardprodukte.
89. Die Segmente der ISRA VISION-Gruppe bedienen unterschiedliche Absatzmärkte und Branchen. Globale Player sowie kleinere Unternehmen aus der (Spezial)Papier-, Glas-, Druck-, Metall-, Kunststoff-, Halbleiter- und Solarindustrie gehören im Segment Surface Vision zu den primären Kundengruppen. Im Segment Industrial Automation werden vornehmlich die Premium-Automobilhersteller sowie größere Unternehmen aus anderen Industrien bedient.
90. Die Geschäftstätigkeit der IVP-Gruppe zielt auf die Entwicklung und den Vertrieb von Oberflächeninspektionssystemen zur Qualitätssicherung von Bahnwaren und ähnlichen Erzeugnissen in der Metall- und Papierindustrie ab.

Die IVP-Gruppe gliedert sich damit in das Segment Surface Vision der ISRA VISION-Gruppe ein.

91. Die IVP-Gruppe ist auf die Zielmärkte Metall- und Papierindustrie fokussiert.

In der Metallindustrie umfasst das Geschäft 2D- und 3D-Inspektionssysteme für Coils, Brammen bzw. Platten aus Stahl, Aluminium oder anderen Metallen für unterschiedliche Stufen des Herstellungsprozesses, unter anderem im Kalt- und Warmwalzwerk.

In der Papierindustrie werden Inspektionssysteme für unterschiedliche Papierarten (z.B. Verpackungs- oder Hygienepapiere) sowie Systeme zur sogenannten Bahnabriss-Überwachung angeboten.

Das Geschäft der IVP macht dabei den überwiegenden Teil (> 85 %) der Umsatzerlöse der BUs bzw. Zielindustrien „Metall“ und „Papier“ der ISRA VISION aus.

92. Die Kunden der IVP benötigen passgenaue Lösungen für ihre jeweiligen Produktionsstätten, die regelmäßig von rauen und anspruchsvollen Umweltbedingungen geprägt sind.

Die IVP bietet entsprechend anwendungsspezifische Produkte an.

-
93. Die pro forma konsolidierten Umsatzerlöse des Jahres 2019/20 der IVP gliedern sich wie folgt auf die beiden Produktbereiche Metall und Papier:

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Abbildung 3 Umsatzerlöse der IVP-Gruppe 2019/20 nach Produktbereichen

94. Für das Geschäftsjahr 2019/20 entfallen über zwei Drittel der Umsatzerlöse der IVP auf den Produktbereich Metall. Die übrigen Umsatzerlöse werden im Produktbereich Papier generiert.

95. Zwischen den übrigen Unternehmen der ISRA VISION-Gruppe und der IVP-Gruppe bestehen vielfältige Lieferungs- und Leistungsbeziehungen. Die wesentlichen Geschäftsbeziehungen stellen sich wie folgt dar:

IVP SO

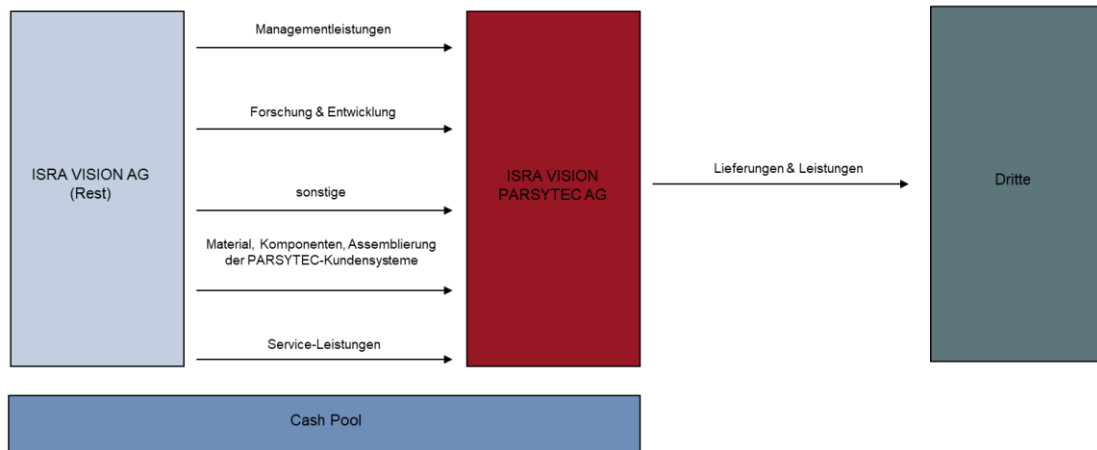


Abbildung 4 Geschäftsbeziehungen der ISRA VISION- und der IVP-Gruppe

96. Die allgemeinen jährlichen Umlagen für Managementleistungen an die ISRA VISION umfassen im Wesentlichen
- interne Gehalts-Umlagen (Geschäftsführungen, Rechnungswesen, Marketing, Entwicklungssupport, Produktmanagement, Sales) und
 - externe Kosten-Umlagen (Werbung, Versicherung, Rechtsberatung, Abschlussprüfung, Messekosten).

Die Umlagen der Managementleistungen der ISRA VISION-Gruppe erfolgen im Wesentlichen auf Umsatzbasis. Im Ergebnis wurden dabei in den letzten drei Jahren 17,2 % (2017/2018), 15,9 % (2018/2019) bzw. 17,9 % (2019/2020) der in der Gruppe umgelegten Kosten von der IVP getragen.

-
97. Darüber hinaus vergütet die IVP projektbezogene Lieferungen und Leistungen von Unternehmen der ISRA VISION-Gruppe:
- Forschungs- und Entwicklungsleistungen (Entwicklungssupport, Engineering, Forschung und Entwicklung) sowie
 - weitere Leistungen (IT, Customer Service / Vertrieb) im Wesentlichen von Unternehmen der ISRA Vision-Gruppe sowie
 - Lieferungen des benötigten Materials / Komponenten (Kameras, Sensoren, ...) in Form von zentral bezogenen Handelswaren und eigenen ISRA VISION-Produkten zzgl. Montage der Systeme.

Auch diese Vergütungen werden zumindest teilweise als „Umlagen“ bezeichnet.

98. Des Weiteren ist die IVP dem Cash Pool der ISRA VISION-Gruppe angeschlossen.
99. Der Vorstand der IVP erstellt Berichte gemäß § 312 AktG über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen (sog. Abhängigkeitsberichte). Die Abhängigkeitsberichte wurden vom Abschlussprüfer des Jahresabschlusses der IVP (2018/2019: PKF FASSELT SCHLAGE; 2019/2020 und 2020/2021: RSM) geprüft.

Der Abschlussprüfer hat jeweils einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk gemäß § 313 Abs. 3 AktG erteilt.

(3) Wertschöpfung der IVP- im Verhältnis zur ISRA VISION-Gruppe

100. Die Wertschöpfungskette und die jeweiligen Anteile an der Wertschöpfungskette im Bereich der Oberflächeninspektionssysteme stellt sich wie folgt dar (vgl. Gutachtliche Stellungnahme, S. 35):

IVP SO

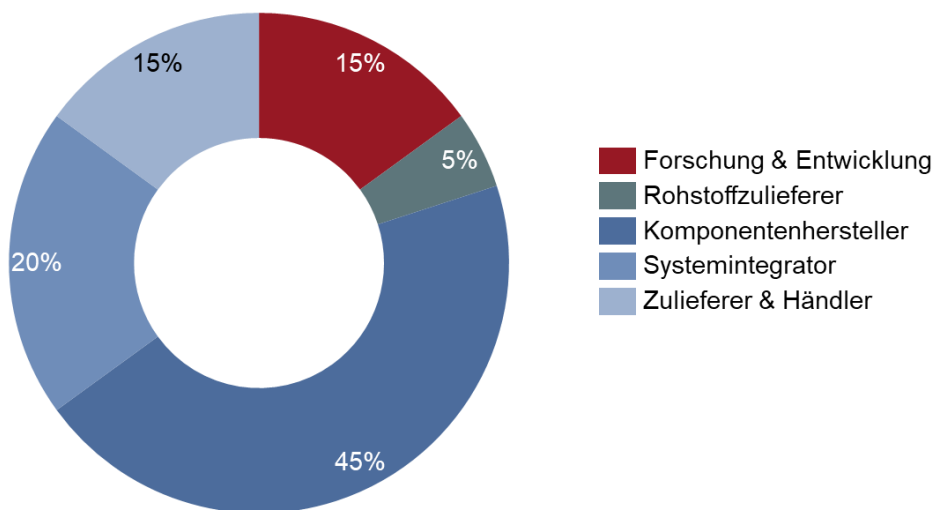


Abbildung 5 Wertschöpfungskette im Bereich Oberflächeninspektionssysteme

101. Der größte Anteil der Wertschöpfung i.H.v. 45 % entfällt auf die Komponentenhersteller. Wesentliche Komponenten für Oberflächeninspektionssysteme sind dabei u.a. Kameras, Sensoren, Beleuchtungsanlagen, Framegrabber, Objektive und Sensoren.
102. Die integrierten Großunternehmen im Surface Vision-Markt decken einen großen Teil der Wertschöpfungskette ab und stellen eigene Komponenten her. Mittelständische Anbieter, die in der Regel auf einzelne Nischen / Zielindustrien fokussiert sind, beziehen hingegen einen Großteil der Komponenten über Drittanbieter und haben entsprechend eine geringere Wertschöpfungstiefe.

103. Die Geschäftstätigkeiten der ISRA VISION- und der IVP-Gruppe lassen sich dabei wie folgt der Wertschöpfungskette zuordnen:

IVP SO

Wertschöpfungsstufe	Beschreibung	Wertschöpfungsanteil	Wertschöpfung ISRA VISION	Wertschöpfung IVP
Forschung & Entwicklung	/ Prototyp Entwicklung / Prozess Entwicklung / Nachhaltiges Engineering	15 %		
Rohstoffzulieferer	/ Anwendungsspezifische integrierte Schaltungen / Hersteller von Metall, Glass und Kunststoffen	5 %		
Komponentenhersteller	/ Komponentenproduktion / Flächendeckender Systemhersteller / Prüfung und Kalibrierung	45 %		
Systemintegrator	/ Verständnis der Branchenanforderungen / Integration / Prüfung / Softwareprogrammierung / Integration mit „Internet of Things“	20 %		
Zulieferer & Händler	/ Erweiterung der Reichweite der Unternehmen	15 %		

Abbildung 6 Wertschöpfung der ISRA VISION- und der IVP-Gruppe

104. Im Ergebnis ist die IVP eher ein Systemintegrator, während die ISRA VISION mit einem auf viele Zielindustrien ausgerichteten Produktportfolio insbesondere auch als Komponentenhersteller tätig ist und einen großen bzw. im Vergleich zur IVP deutlich größeren Teil der Wertschöpfungskette abdeckt.

(4) Zwischenergebnis

105. Im Hinblick auf das Geschäftsmodell lassen sich für die IVP- im Vergleich zur ISRA VISION-Gruppe folgende Unterschiede festmachen:
- Die IVP-Gruppe deckt mit den Bereichen „Metall“ und „Papier“ nur einen Teil der relevanten Zielmärkte der ISRA VISION-Gruppe im Segment Surface Vision ab.
 - Die IVP-Gruppe bietet entsprechend dem Bedarf des Kunden in der Zielindustrie keine Standardprodukte an, sondern ist auf anwendungsspezifische Produkte fokussiert.
 - Die IVP-Gruppe ist im Wesentlichen ein Systemintegrator und deckt damit einen geringeren Teil der Wertschöpfungskette als die ISRA VISION-Gruppe ab.
 - Die IVP-Gruppe verfügt über eigenes Personal für den Bereich Systemintegration (R&D, Engineering & Service) und im Bereich Vertrieb / Key Account-Management und greift im Übrigen auf Ressourcen der ISRA VISION-Gruppe zu.

b) Vermögens- und Ertragslage

(1) IVP (Einzelabschluss)

(a) Vermögenslage

107. Die nach handelsrechtlichen Grundsätzen erstellten Bilanzen der ISRA VISION PAR-SYTEC AG gemäß den geprüften Jahresabschlüssen stellen sich zum 30. September 2018, 30. September 2019 und 30. September 2020 wie folgt dar:

IVP SO

in T€	Ist		
	30. Sep 18	30. Sep 19	30. Sep 20
Aktiva			
Anteile an verbundenen Unternehmen	857	857	857
Finanzanlagen	857	857	857
Anlagevermögen	857	857	857
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	33.293	35.626	34.905
Sonstige Vermögensgegenstände	134	192	1.869
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	33.427	35.819	36.774
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	211	331	243
Umlaufvermögen	33.638	36.150	37.016
Rechnungsabgrenzungsposten	180	19	43
Aktiver Unterschiedsbetrag aus Vermögensverrechnung	29	11	3
Summe Aktiva	34.705	37.038	37.919
Passiva			
Gezeichnetes Kapital	6.206	6.206	6.206
Kapitalrücklage	2.465	2.465	2.465
Gewinnrücklagen	40	40	40
Gewinnvortrag/Verlustvortrag	20.843	22.695	24.670
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1.852	1.975	451
Eigenkapital	31.406	33.381	33.831
Steuerrückstellungen	521	401	578
Sonstige Rückstellungen	441	528	446
Rückstellungen	962	929	1.024
Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	67	26	3
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	2.206	2.672	3.028
Sonstige Verbindlichkeiten	64	29	33
Verbindlichkeiten	2.337	2.728	3.064
Summe Passiva	34.705	37.038	37.919

Tabelle 2 Bilanzen der IVP (Einzelabschluss) der Jahre 2017/18 bis 2019/20

-
108. Prägend sind die Forderungen gegen verbundene Unternehmen und Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen und das Eigenkapital.
 109. Wir haben die entsprechenden Posten auf Ebene der IVP-Gruppe analysiert.
 110. Auch der Bewertungsgutachter hat die Vermögens- und Ertragslage auf Ebene der IVP-Gruppe analysiert.

(b) Ertragslage

111. Die nach handelsrechtlichen Grundsätzen erstellten Gewinn- und Verlustrechnungen der ISRA VISION PARSYTEC AG gemäß den geprüften Jahresabschlüssen stellen sich für die Jahre 2017/18, 2018/19 und 2019/20 wie folgt dar:

IVP SO

	in T€	Ist 2017/18	2018/19	2019/20
Umsatzerlöse		3.758	3.905	3.839
Sonstige betriebliche Erträge		46	31	40
Rohergebnis		3.804	3.937	3.879
Personalaufwand		-2.364	-2.457	-2.295
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-656	-642	-498
Betriebsergebnis		784	838	1.085
Erträge aus EAV*		1.193	1.507	-
Aufwendungen aus EAV		-	-	-191
Ergebnis aus EAV		1.193	1.507	-191
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge		165	76	86
Zinsen und ähnliche Aufwendungen		-22	-24	-22
Finanzergebnis		144	52	64
Ergebnis vor Steuern		2.121	2.396	958
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		-269	-421	-508
Jahresüberschuss/Fehlbetrag		1.852	1.975	451

* EAV = Ergebnisabführungsvertrag

Tabelle 3 Gewinn- und Verlustrechnungen der IVP (Einzelabschluss) für die Jahre 2017/18 bis 2019/20

112. Der Jahresüberschuss wird jeweils über den Bilanzgewinn in voller Höhe als Gewinn vorgetragen.

(2) IVP-Gruppe

(a) Grundlage

113. Die IVP ist gemäß 291 HBG von der Verpflichtung befreit, einen Konzernabschluss und Konzernlagebericht aufzustellen, da – zumindest bis zum 30. September 2020 – die ISRA VISION den befreienden Konzernabschluss und Konzernlagebericht nach IFRS aufstellt und im elektronischen Bundesanzeiger offenlegt. Konzernabschlüsse der IVP werden demnach nicht regelmäßig erstellt.
114. Die Planung der Gesellschaft erfolgt auf konsolidierter Basis. Insofern werden pro forma konsolidierte Abschlusszahlen als
- Aufsatzzpunkt für die Bewertung der IVP-Gruppe und
 - Basis für die Plausibilisierung der Planung der IVP-Gruppe
- benötigt.
115. Der Vorstand der IVP hat vor diesem Hintergrund pro forma Teilkonzernabschlüsse der IVP erstellt. Auf Basis vereinheitlichter Handelsbilanzen II der Unternehmen der IVP-Gruppe wurden Summenabschlüsse gebildet und Kapitalkonsolidierungen, Zwischenergebniseliminierungen, Schuldenkonsolidierungen sowie Aufwand- und Ertragseliminierungen durchgeführt.

Die vereinheitlichten Handelsbilanzen II und die Summenbilanzen entsprechen der jeweiligen Datenbasis, die in die geprüften und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse der ISRA VISION für die Jahre 2017/18, 2018/19 und 2019/20 eingeflossen sind.

(b) Vermögenslage

116. Die nach IFRS erstellten pro forma konsolidierten Bilanzen der IVP-Gruppe stellen sich zum 30. September 2018, 30. September 2019 und 30. September 2020 wie folgt dar:

IVP SO

	in T€	Ist 30. Sep 18	30. Sep 19	30. Sep 20
Aktiva				
Immaterielle Vermögensgegenstände		11.975	11.947	12.263
Sachanlagen		130	266	202
Anlagevermögen		12.105	12.213	12.465
Vorräte (ohne geleistete Anzahlungen)		220	195	226
Anzahlungen		2.665	304	340
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		8.654	11.755	11.928
Forderungen gegen Verb. Unternehmen		31.907	33.740	35.493
Sonstige Vermögensgegenstände		3.850	4.634	3.510
Schecks, Kassenbestand		1.300	2.739	2.712
Umlaufvermögen		48.595	53.366	54.208
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten		187	23	91
Latente Steuern		126	71	24
Summe Aktiva		61.014	65.673	66.788
Passiva				
Gezeichnetes Kapital		6.206	6.206	6.206
Kapitalrücklage		1.192	1.192	1.192
Verlustvortrag/Gewinnvortrag		28.719	31.227	32.943
Währungsumrechnungen		353	324	-92
Immaterielle Wirtschaftsgüter (EB)		4.156	4.156	4.156
Jahresüberschuss		2.507	1.717	697
Eigenkapital		43.134	44.822	45.103
Latente Steuern		4.045	3.192	3.758
Steuerrückstellungen		662	432	673
Rückstellungen für Leistungen an Arbeitnehmer		2.024	2.261	2.333
Sonstige Rückstellungen		74	186	178
Rückstellungen		6.805	6.071	6.942
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		385	371	357
Verbindlichkeiten gegen Verb. Unternehmen		6.400	9.132	9.020
Sonstige Verbindlichkeiten		2.392	2.553	2.710
Erhaltene Anzahlungen		1.713	2.322	2.385
Verbindlichkeiten		10.890	14.377	14.472
Rechnungsabgrenzungsposten		184	404	272
Summe Passiva		61.014	65.673	66.788

Tabelle 4 Konsolidierte Bilanzen der IVP-Gruppe der Jahre 2017/18 bis 2019/20

-
117. Zur Beschreibung der Vermögenslage verweisen wir zunächst auf die Gutachtliche Stellungnahme, S. 26 ff.).
118. Die immateriellen Vermögenswerte enthalten noch nicht abgeschriebene Step Ups aus der Kaufpreisallokation anlässlich des Erwerbs der Mehrheit an der IVP durch die ISRA VISION zum 23. Juli 2007, die im Konzernrechnungswesen der ISRA VISION auf Ebene der IVP erfasst werden.

Eine aus Sicht des Teilkonzernabschlusses grundsätzlich erforderliche Bereinigung / Verrechnung mit dem Eigenkapital hat die Gesellschaft vereinfachend nicht vorgenommen.

119. Prägend sind die Forderungen gegen verbundene Unternehmen, die im Ergebnis Forderungen gegen den Cash Pool des ISRA VISION-Konzerns darstellen.

Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen stellen zu einem Teil Verbindlichkeiten gegenüber dem Konzern Cash Pool dar, zum anderen Teil handelt es sich um Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung für die vom Konzern bezogenen Leistungen.

(c) Ertragslage

120. Die nach IFRS erstellten pro forma konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnungen der IVP-Gruppe stellen sich für die Jahre 2017/18, 2018/19 und 2019/20 wie folgt dar:

IVP SO

	in T€	Ist		
		2017/18	2018/19	2019/20
Umsatzerlöse		26.986	30.505	27.571
Erhöhung / Verminderung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen		996	-2.363	48
Andere aktivierte Eigenleistungen		1.949	2.714	3.072
Sonstige betriebliche Erträge		286	933	102
Gesamtleistung		30.217	31.788	30.794
Materialaufwand		-11.544	-11.644	-11.033
Rohertrag		18.674	20.145	19.761
Personalaufwand		-4.850	-5.705	-5.806
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-8.059	-10.059	-9.231
EBITDA		5.764	4.380	4.723
Abschreibungen		-2.646	-2.839	-2.861
EBIT		3.118	1.541	1.863
Zinsen und ähnliche Erträge		166	76	97
Zinsen und ähnliche Aufwendungen		-65	-87	-91
Ergebnis vor Steuern		3.219	1.530	1.868
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		-340	-608	-556
Sonstige Steuern		-3	-3	-3
Latente Steuern		-369	798	-613
Konzernjahresüberschuss/Fehlbetrag		2.507	1.717	697

Tabelle 5 Konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnungen der IVP-Gruppe für die Jahre 2017/18 bis 2019/20

121. Aus Wesentlichkeitsgründen haben wir auf eine Umgliederung der sonstigen Steuern in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen hier und im Weiteren verzichtet.
122. Zur Beschreibung der Ertragslage verweisen wir zunächst auf die Gutachtliche Stellungnahme, S. 20 ff.).

123. Auftragseingang und Umsatzerlöse verteilen sich dabei in den Jahren 2017/18 bis 2019/20 wie folgt auf die Absatzmärkte „Papier“ und „Metall“:

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 6 Verteilung des Auftragseingangs und der Umsatzerlöse in den Jahren 2017/18 bis 2019/20

124. Der Großteil der Umsatzerlöse in den Jahren 2017/18 bis 2019/20 werden im Metallbereich generiert (jeweils über zwei Drittel).

Die aktivierten Eigenleistungen stellen aktivierte Produktentwicklungskosten dar. Die Entwicklungsleistungen sind Ausdruck des durch anwendungsspezifische Produkte (siehe Text 92) geprägten Geschäfts der IVP und des Innovationsdrucks auf Basis anspruchsvoller Kundenwünsche, technologischem Fortschritt und einem hohen Wettbewerbsdruck in den relevanten Märkten. Die aktivierten Eigenleistungen stiegen vor diesem Hintergrund im Vergleich zu den Umsatzerlösen überproportional an.

125. Der Materialaufwand beinhaltet insbesondere die von der ISRA VISION bezogenen Komponenten und Systeme. Um den steigenden Kosten auf den Beschaffungsmärkten und dem Preisdruck auf den Absatzmärkten entgegenzuwirken, orientiert sich die gesamte ISRA VISION an einem konsequenten Design to Cost.
126. Der Personalaufwand ist von der allgemeinen Lohnentwicklung und einem Aufbau des Mitarbeiterstamms von 73 Mitarbeitern im Jahr 2017/18 auf 82 Mitarbeiter im Geschäftsjahr 2019/20 geprägt. Der Aufbau ist v.a. durch eine höhere Anzahl an Mitarbeitern im Bereich Engineering geprägt. Der Aufbau ist Folge des erhöhten Innovationsdrucks auf die Gesellschaft.
127. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten im Weiteren insbesondere auch die allgemeinen und projektspezifischen Konzernumlagen bzw. Verrechnungen.
128. Die Abschreibungen enthalten im Wesentlichen Abschreibungen auf aktivierte Eigenleistungen (immaterielle Vermögenswerte) und darüber hinaus Abschreibungen auf die PPA Step Ups.

III. Bewertungskonzeption

1. Methodische Grundlagen

129. Der Bewertungsgutachter hat den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) in der Funktion als neutraler Gutachter angewendet und den objektivierten Unternehmenswert der IVP insgesamt bestimmt.
130. Wir haben methodisch ebenfalls einen objektivierten Unternehmenswert ermittelt.

2. Bewertungsstichtag

131. Der Bewertungsstichtag ist der 30. Juni 2021. An diesem Tag soll die Hauptversammlung der IVP die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließen.
132. Als so genannten technischen Bewertungsstichtag hat der Bewertungsgutachter den 30. September 2020 (Jahresende) festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse (Ertragswert) auf den 30. Juni 2021 aufgezinst. Die identifizierten Sonderwerte wurden ebenfalls zum 30. September 2020 ermittelt und auf den 30. Juni 2021 aufgezinst.

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts wurden die Sonderwerte dem Ertragswert hinzuge-rechnet (Ertragswert + Sonderwerte = Unternehmenswert).

Wir sind diesem Vorgehen in unserer eigenen Bewertung gefolgt.

3. IVP- als Teil der ISRA VISION-Gruppe

133. Die IVP bzw. die IVP-Gruppe ist integraler Bestandteil des ISRA VISION-Konzerns und inso- weit in die übergeordnete Strategie der ISRA VISION-Gruppe eingebunden, etwa hinsichtlich der zu bearbeitenden Absatzmärkte. Dies ist bei der Bewertung zu berücksichtigen.
134. Konzernumlagen bzw. Vergütungen für zwischen der ISRA VISION- und der IVP-Gruppe er- brachte Lieferungen und Leistungen sind grundsätzlich und der Höhe nach anzuerkennen, wenn sie marktgerecht erfolgen.

4. Bewertungsverfahren

135. Der Bewertungsgutachter hat die Ermittlung des Unternehmenswertes in Übereinstimmung mit dem IDW S 1 i.d.F. 2008 nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen. Demnach hat der Bewertungsgutachter den Unternehmenswert der IVP aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts abgeleitet. Im Ertragswert nicht abgebildete Sachverhalte hat der Bewertungsgutachter als Sonderwerte identifiziert und dem Ertragswert hinzugerechnet.
136. Für die Bewertung eines Konzerns, wie er im Falle der IVP vorliegt, kommen grundsätzlich verschiedene Vorgehensweisen in Betracht. Nach dem sogenannten Sum of the Parts-Ansatz wird jede Konzerneinheit einzeln bewertet und der Unternehmenswert des Konzerns dann durch Addition der Einzelwerte ermittelt. Der Wert des Konzerns kann jedoch auch direkt auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt werden. Möglich ist ferner eine Wertermittlung nach dem so genannten Dividendenstrommodell, bei dem erwartete Einnahmen aus Beteiligungserträgen über Dividendenströme auf Ebene des Mutterunternehmens erfasst werden. Im vorliegenden Fall hat der Bewertungsgutachter den Unternehmenswert der IVP auf der Grundlage einer konsolidierten Planungsrechnung ermittelt.
137. Der Bewertungsgutachter hat den Teilkonzern insgesamt mit einem Ertragswertverfahren bewertet.

Wir sind dem in unserer eigenen Bewertung gefolgt und haben ergänzend – mit demselben Ergebnis – Bewertungen auf Teilkonzernerbene nach verschiedenen DCF-Verfahren vorgenommen.

IV. Markt- und Wettbewerbsumfeld

138. Der Bewertungsgutachter hat Markt- und Wettbewerbsanalysen vorgenommen. Insofern verweisen wir zunächst auf die Gutachtliche Stellungnahme, S. 30 ff.

Wir haben diese Markt- und Wettbewerbsanalysen des Bewertungsgutachters zunächst anhand der uns zur Verfügung gestellten Quellen nachvollzogen.

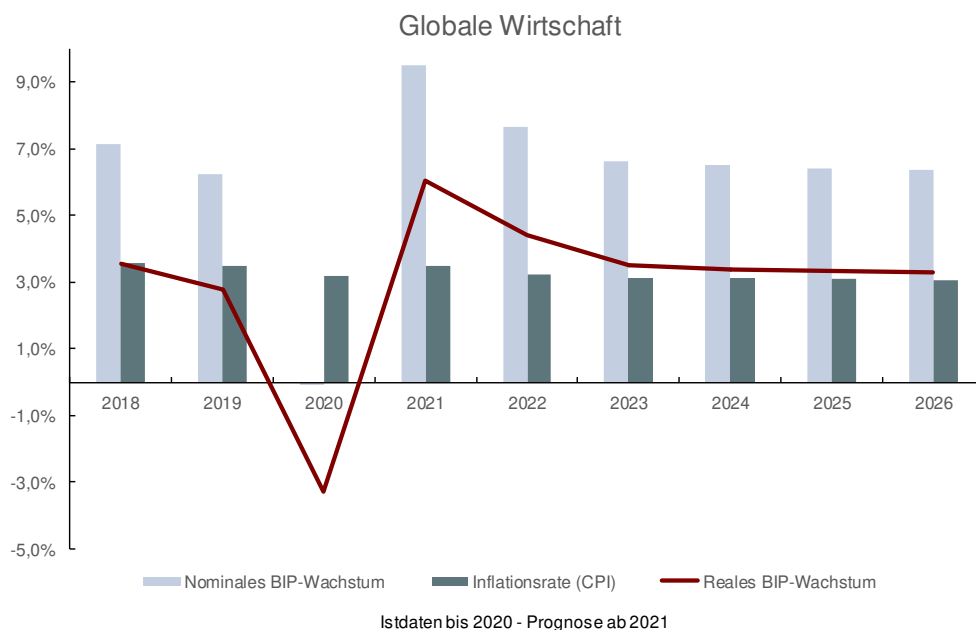
Darüber hinaus haben wir ergänzende Recherchen durchgeführt und eigene Überlegungen vorgenommen. Nachfolgend stellen wir die wesentlichen Ergebnisse unserer Analysen dar.

1. Gesamtwirtschaft

a) Weltweite Entwicklung

139. Die bisherige Entwicklung sowie die Prognose der nominalen und realen BIP-Wachstumsraten sowie der Inflationsrate weltweit setzen sich wie folgt zusammen:

IVP SO



Quelle: IWF World Economic Outlook, April 2021

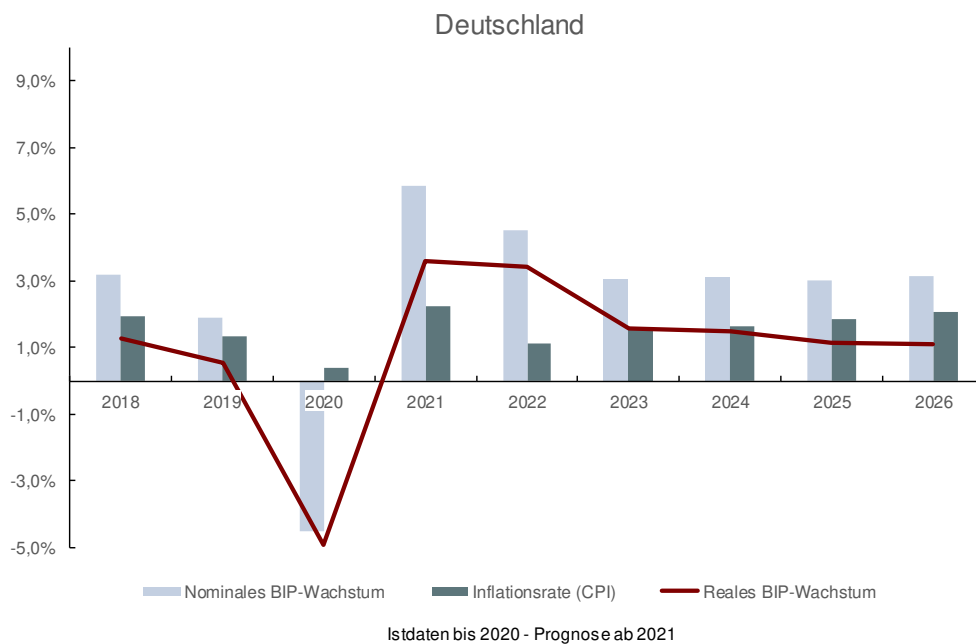
Abbildung 7 BIP-Wachstum und Inflationsrate – Globale Wirtschaft

-
140. Die wirtschaftlichen Aussichten sind auch nach einem Jahr Corona-Pandemie höchst unsicher. Die wirtschaftliche Erholung fällt in den einzelnen Ländern und Sektoren unterschiedlich aus, was auf die verschiedenen pandemiebedingten Einschränkungen und das Ausmaß der politischen Unterstützung zurückzuführen ist. Die Aussichten hängen nicht nur vom Ausgang der Corona-Pandemie, sondern auch davon ab, wie effektiv die Wirtschaftspolitik unter großer Unsicherheit die dauerhaften Schäden dieser Krise begrenzen kann.
141. Für das Jahr 2021 wird ein globales Wachstum von 6,0 % Prozent prognostiziert, das sich bis 2022 auf 4,4 Prozent abschwächt. Diese prognostizierte Entwicklung des realen BIP-Wachstums (IWF, April 2021) ist im Vergleich zu der Prognose aus Oktober 2020 (IWF, Oktober 2020) positiv. Hintergrund hierfür ist die zusätzliche fiskalische Unterstützung in einigen großen Volkswirtschaften, die erwartete durch Impfstoffe angetriebene Erholung in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 und die fortgesetzte Anpassung der wirtschaftlichen Aktivität. Dieser Ausblick ist dennoch mit großer Unsicherheit behaftet. Mittelfristig wird ein reales Wachstum i.H.v. 3,3 % (2026) erwartet.

b) Deutschland

142. Die bisherige Entwicklung sowie die Prognose der nominalen und realen BIP-Wachstumsraten sowie der Inflationsrate in Deutschland setzen sich wie folgt zusammen:

IVP SO



Quelle: IWF World Economic Outlook, April 2021

Abbildung 8 BIP-Wachstum und Inflationsrate – Deutsche Wirtschaft

143. Die Entwicklung des realen und nominalen BIP in Deutschland verläuft sowohl in den vergangenen Jahren als auch in den prognostizierten Jahren 2020 und 2026 grundsätzlich analog zur globalen Entwicklung.

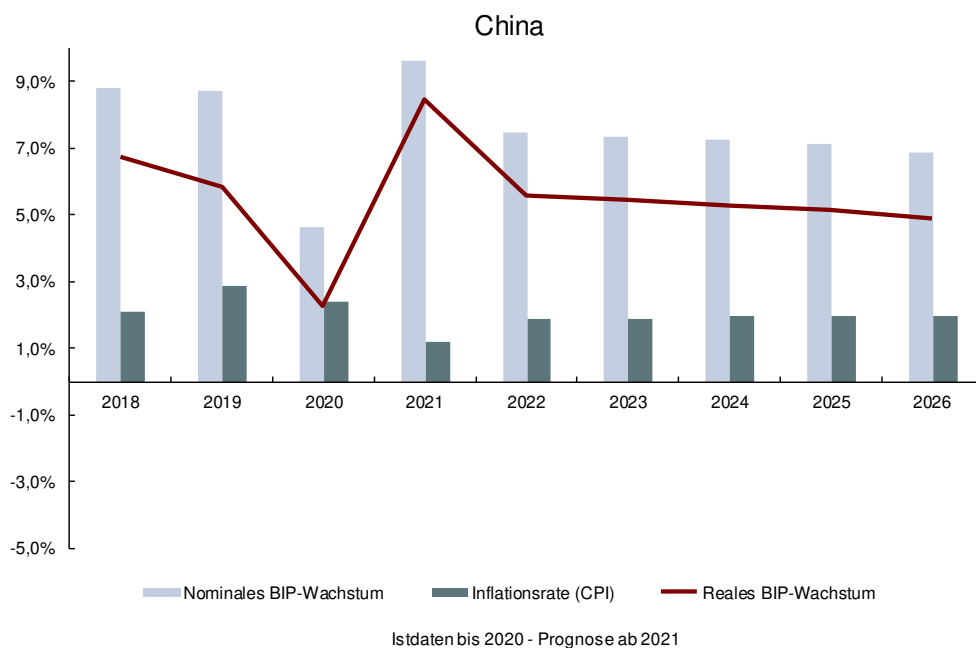
Das reale BIP ist im Jahr 2020 um -4,5 % gesunken. Laut IWF Prognosen wird das reale BIP-Wachstum im Jahr 2021 in Deutschland auf 3,6 % steigen. Mittelfristig wird ein (reales) Wachstum i.H.v. rd. 1,1 % (2026) erwartet.

Voraussetzung für eine zügige Erholung der Konjunktur ist eine Eindämmung der Epidemie zumindest im Hinblick auf das Wirtschaftsleben.

c) China

144. Die bisherige Entwicklung sowie die Prognose der nominalen und realen BIP-Wachstumsraten sowie der Inflationsrate in China setzen sich wie folgt zusammen:

IVP SO



Quelle: IWF World Economic Outlook, April 2021

Abbildung 9 BIP Wachstum und Inflationsrate – Chinesische Wirtschaft

145. Im Gegensatz zu der globalen Wirtschaft zeigt Chinas Wirtschaft als einzige der großen Volkswirtschaften eine positive Entwicklung für das Jahr 2020 mit einem realen BIP Wachstum i.H.v. 2,3 %. Hintergrund hierfür sind steigende industrielle Erzeugung, Investitionen und Exporte im vierten Quartal des Jahres 2020. Diese Entwicklung schafft eine gute Ausgangslage für das Jahr 2021.

Laut IWF Prognosen wird das reale BIP-Wachstum im Jahr 2021 in China um 8,4 % steigen. Mittelfristig wird ein (reales) Wachstum i.H.v. rd. 4,9 % (2026) erwartet.

2. Marktumfeld und -prognose

a) Marktstruktur

146. Der Markt für Oberflächeninspektionssysteme ist wie folgt gekennzeichnet:

- Der Markt für Anbieter von Oberflächeninspektionssystemen ist entsprechend der zu inspizierenden Oberfläche bzw. der jeweiligen Zielindustrie segmentiert.
- In den einzelnen Segmenten herrscht eine hohe Wettbewerbsintensität unter den Anbietern.
- Die Anbieter reichen von spezialisierten, mittelständisch geprägten Anbietern in einzelnen Marktsegmenten bis hin zu großen, segmentübergreifenden Anbietern.
- Insbesondere die großen, segmentübergreifenden Anbieter verfügen über eine höhere Wertschöpfungstiefe und entwickeln und fertigen auch selbst benötigte Komponenten an, die spezialisierte, mittelständische Anbieter eher zukaufen.

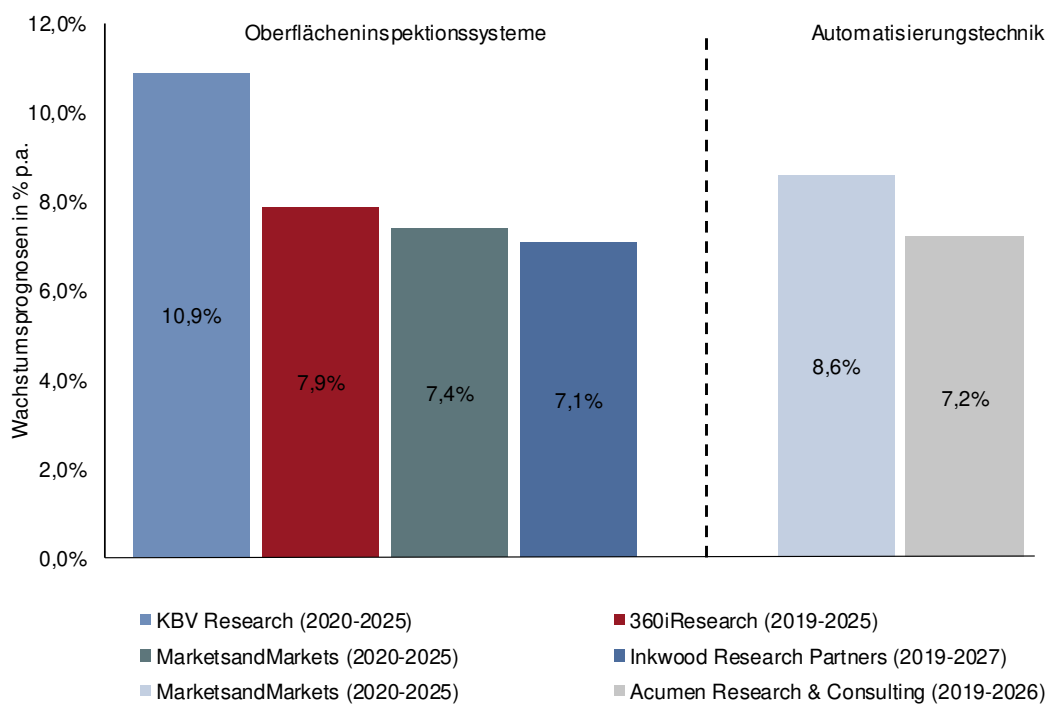
b) Surface Vision

147. Die vorliegenden Marktstudien beziehen die Corona-Pandemie nur teilweise in die Prognosen ein. Entsprechend kann eine prognostizierte schnelle Erholung im Jahr 2021 insofern zu optimistisch sein.

Vor diesem Hintergrund können die Studien einen möglichen Wachstumspfad aufzeigen, auf den die Surface Vision-Industrie nach Ende der Corona-Pandemie zurückkehren kann.

148. Die ISRA VISION ist als Unternehmen in den Segmenten Surface Vision und Industrial Automation tätig. IVP agiert ausschließlich im Bereich Surface Vision. Wir haben in einem ersten Schritt die erwartete nominale Entwicklung der beiden Marktsegmente verglichen:

IVP SO



Quelle: KBV Research, Inkwood Research Partners, 360iResearch, MarketsandMarkets
Acumen Research & Consulting

Abbildung 10 Wachstumserwartungen im Bereich Oberflächeninspektionssysteme und Automatisierungstechnik im Vergleich

149. Für den Markt für Oberflächeninspektionssysteme wird in den nächsten fünf Jahren (mit 2020 als Basisjahr) ein Wachstum von durchschnittlich 7,4 % p.a. prognostiziert:

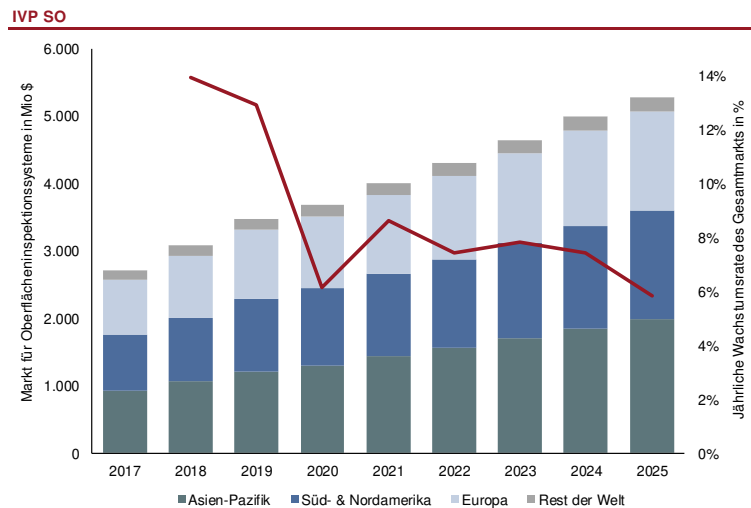


Abbildung 11 Markt für Oberflächeninspektionssysteme weltweit

150. Nach einem starken Rückgang der Wachstumsdynamik im Jahr 2020 gegenüber den wachstumsstarken Jahren 2018 und 2019 nimmt das Wachstum wieder zu und flacht in den nächsten Jahren langsam ab.
151. Die regionale Verteilung des Wachstums stellt sich dabei wie folgt dar:

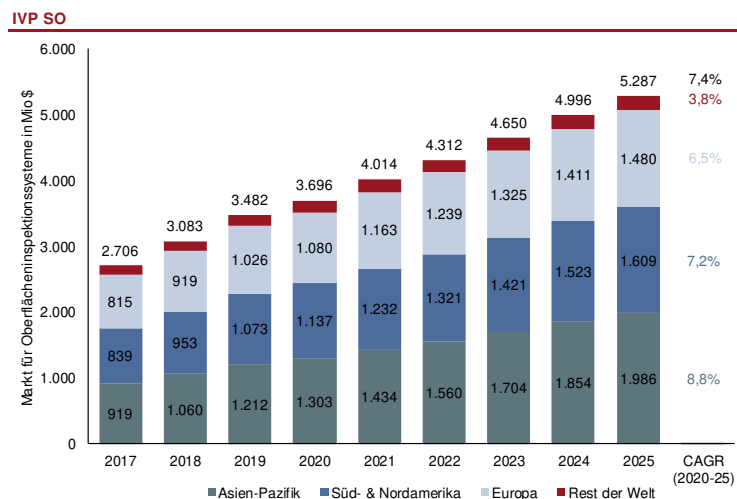


Abbildung 12 Markt für Oberflächeninspektionssysteme nach Regionen

152. Das stärkste durchschnittliche Wachstum i.H.v. 8,8 % p.a. wird für die Asien-Pazifik-Region erwartet; auch für Amerika (7,2 % p.a.) und Europa (6,5 % p.a.) wird ein robustes Wachstum prognostiziert.
153. In Deutschland konnte die Bildverarbeitungsindustrie in den Jahren 2009 bis 2018 ein durchschnittliches Wachstum von 8,0 % p.a. verzeichnen, wobei deutliche Schwankungen in der Wachstumsrate zu verzeichnen waren:

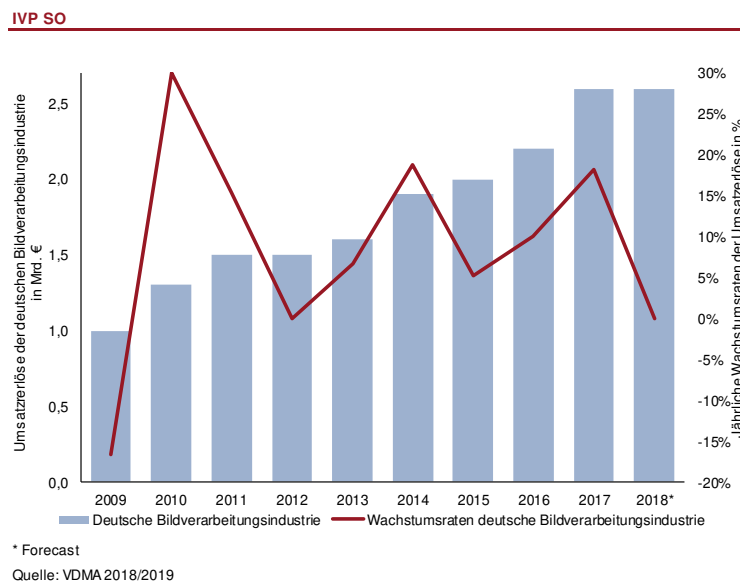
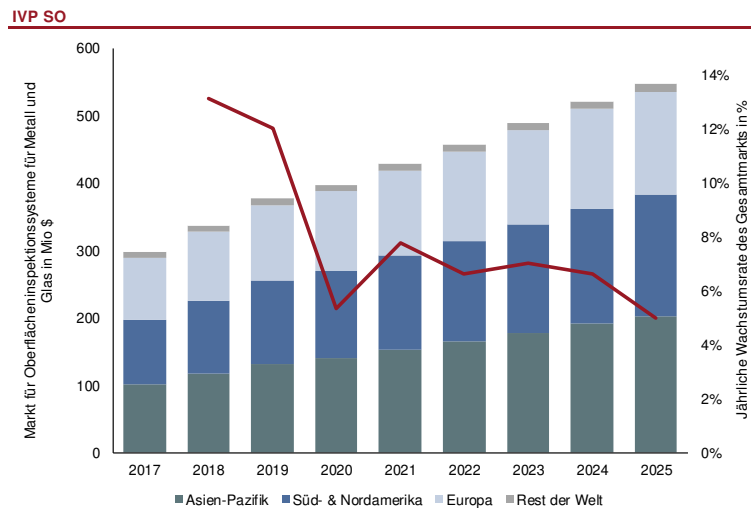


Abbildung 13 Wachstumsraten in der Bildverarbeitungsindustrie in Deutschland

154. Insgesamt war die Bildverarbeitungsindustrie auch in Deutschland eine wachsende Industrie. Wir haben vor diesem Hintergrund die relevanten Teilmärkte weiter analysiert.

c) Absatzmarkt Metall

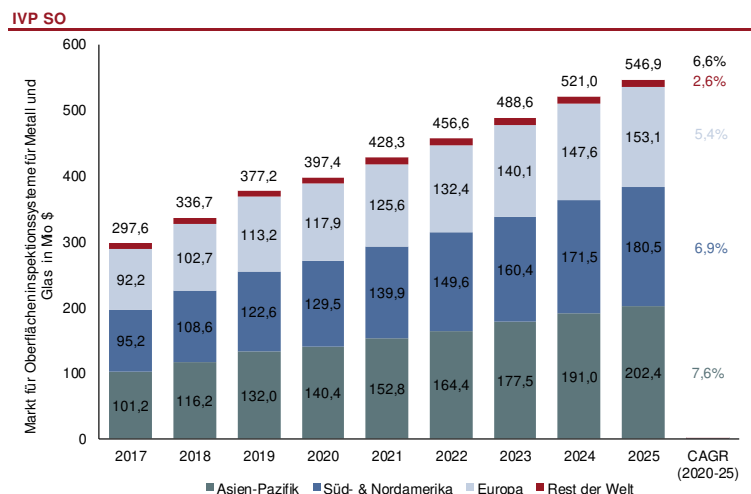
155. Im Hinblick auf den Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Metall und Glas wird grundsätzlich ebenfalls ein robustes Wachstum von 6,6 % p.a. prognostiziert, welches unter dem Wachstum des Gesamtmarkts i.H.v. 7,4 % p.a. liegt:



Quelle: MarketsandMarkets, Februar 2020

Abbildung 14 Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Metall und Glas weltweit

156. Das Wachstum des Markts für Oberflächeninspektionssysteme für Metall und Glas teilt sich dabei wie folgt regional auf:



Quelle: MarketsandMarkets, Februar 2020

Abbildung 15 Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Metall und Glas nach Regionen

157. Das stärkste durchschnittliche Wachstum i.H.v. 7,6 % p.a. wird für die Asien-Pazifik-Region erwartet; auch für Amerika (6,9 % p.a.) und Europa (5,4 % p.a.) wird ein robustes Wachstum erwartet.

158. Die dargestellten Marktanalysen umfassen dabei die Bereiche Metall und Glas. Insofern könnten die entsprechenden Marktanalysen zunächst nur als Orientierung dienen.
159. In der im Absatzmarkt „Metall“ relevanten Stahlindustrie wurde in den letzten Jahren wesentliche Überkapazitäten aufgebaut. Insbesondere in China wurde die Produktionskapazität deutlich erweitert, so dass im Ergebnis trotz steigender Stahlnachfrage freie Kapazitäten bestanden:

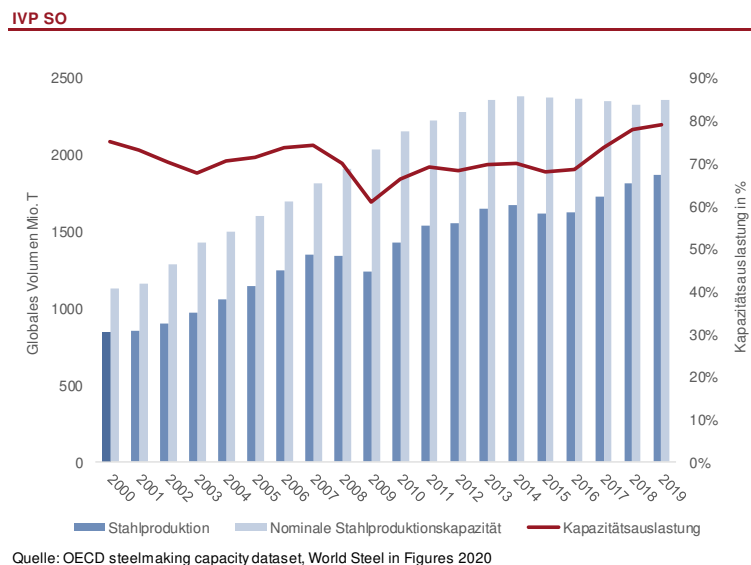


Abbildung 16 Entwicklung von Stahlproduktionskapazität und Stahlproduktion

160. Im Jahr 2019 bestand damit eine weltweite Überkapazität von 494 Mio. Tonnen; der Auslastungsgrad betrug 79,1 %.

161. Die Stahlnachfrage wird zwischen 2019 und 2022 voraussichtlich um durchschnittlich 2,7 % p.a. steigen:

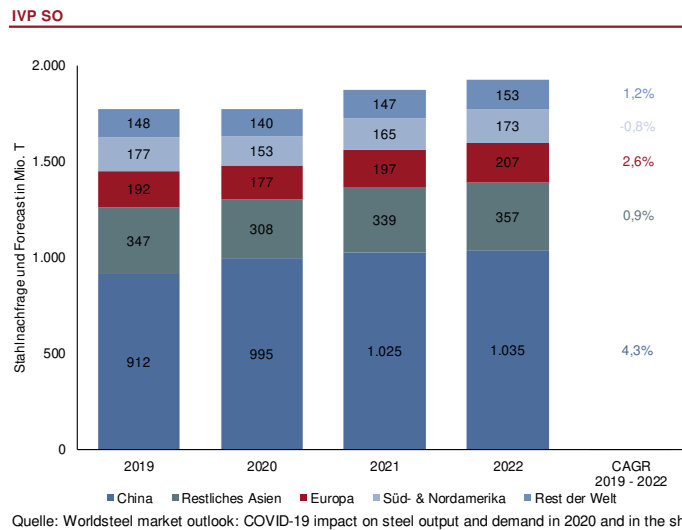


Abbildung 17 Prognostizierte Nachfrage nach Stahl

162. Das stärkste durchschnittliche Wachstum i.H.v. 4,3 % wird für China erwartet; auch für Europa (2,6 %) und den Rest der Welt (1,2 %) wird ein robustes Wachstum prognostiziert. In Amerika hingegen ist ein negatives durchschnittliche Wachstum i.H.v. -0,8 % p.a. zu verzeichnen.
163. Insgesamt steigt die weltweite Nachfrage nach Stahl zwischen 2019 und 2022 um 149,2 Mio. Tonnen; die freien Kapazitäten liegen aktuell bei 494 Mio. Tonnen.
164. Insofern ist auch das weitere Wachstum der Stahlnachfrage durch die aktuellen Überkapazitäten gedeckt, was insofern Indiz dafür ist, dass zumindest in den nächsten Jahren keine Erweiterungs- sondern allenfalls Erhaltungsinvestitionen getätigt werden.

165. Im Weiteren sind in Bezug auf die Stahlindustrie folgende Trends zu erkennen:

- Der politische Druck zur weiteren Einsparung von CO₂-Emissionen führt dazu, dass energiesparende und CO₂-neutrale Alternativen zu kohlebetriebenen Stahlwerken bspw. auf Wasserstoffbasis gesucht werden. Investitionen im Rahmen eines Green Deals könnten entsprechend auch positive Auswirkungen auf die IVP haben.
- Des Weiteren besteht für IVP die Möglichkeit ihre Lösungen verstärkt bei Produzenten anderer Metalle als Aluminium anzubieten.
- Schließlich sind aufgrund der Corona-Pandemie politische Tendenzen zu erkennen, in Schlüsselindustrien in einem gewissen Maß autark zu sein und regionale Reservekapazitäten zu schaffen. Insofern könnte ein Inshoring der Stahlindustrie in Europa durch staatliche Investitionsmaßnahmen erfolgen und die weitere Verlagerung nach Asien verlangsamt oder umgekehrt werden.

166. Bezogen auf die IVP ergibt sich folgendes Bild:

Im Zielmarkt „Metall“ ist die IVP mit einem Marktanteil von über 60 % Markt- und Qualitätsführer.

Über den Aufbau von Überkapazitäten erwartet IVP in den nächsten Jahren nur eine Nachfrage nach Ersatzinvestitionen.

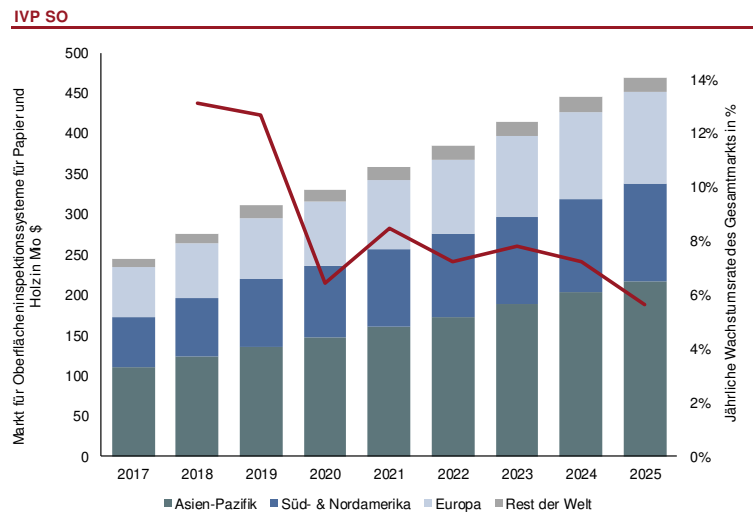
Gleichzeitig werden die Kunden anspruchsvoller: Daten sollen über den gesamten Produktionsprozess, auch in sehr rauen Umgebungen, gewonnen werden und nicht nur auf Ebene der Produktionsanlage oder des Werks, sondern auch auf zentraler Ebene verdichtet und ausgewertet werden können (Industrie 4.0, Smart Factory).

Im Weiteren wird der Markt bereits jetzt durch China geprägt und die Produktionskapazitäten verlagern sich immer mehr nach Fernost. Im chinesischen Markt werden deutlich geringere Margen erzielt und aufgrund staatlicher industriepolitischer Eingriffe werden bewusst lokale Unternehmen aufgebaut und gefördert.

Positive Auswirkungen könnten Investitionen in neue Stahlwerke auf Basis regenerativer Energien bieten. Im Zuge der Corona-Pandemie gibt es politische Bestrebungen, globale Lieferketten zu durchbrechen und für Schlüsselindustrien eine gewisse Autarkie herzustellen, was bspw. zum Aufbau von Reservekapazitäten in Europa führen könnte.

d) Absatzmarkt Papier

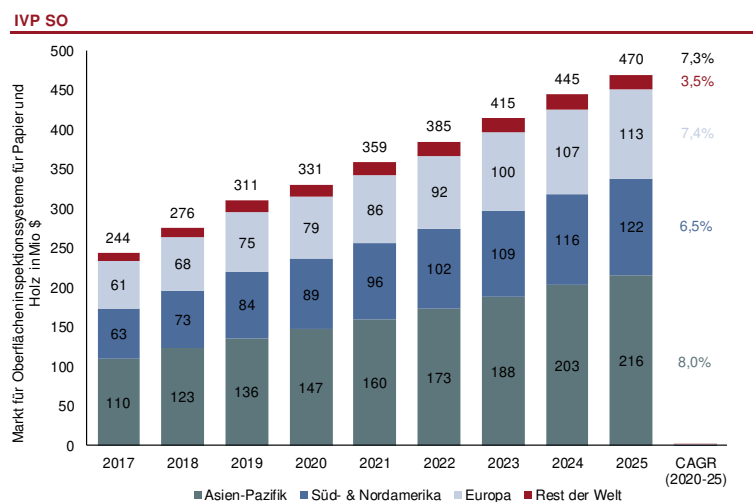
167. Im Hinblick auf den Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Papier und Holz wird grundsätzlich ebenfalls ein robustes Wachstum von 7,3 % p.a. prognostiziert, das dem Wachstum des Gesamtmarkts i.H.v. 7,4 % p.a. nahezu entspricht:



Quelle: MarketsandMarkets, Februar 2020

Abbildung 18 Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Papier und Holz nach Regionen

168. Das Wachstum des Markts für Oberflächeninspektionssysteme für Papier und Holz teilt sich dabei wie folgt regional auf:



Quelle: MarketsandMarkets, Februar 2020

Abbildung 19 Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Papier und Holz nach Regionen

169. Das stärkste durchschnittliche Wachstum i.H.v. 8,0 % p.a. wird für die Asien-Pazifik-Region erwartet; auch für Amerika (6,5 % p.a.) und Europa (7,4 % p.a.) wird ein robustes Wachstum erwartet.
170. Die weltweite Produktionsmenge von Papier und Kartonagen ist in den letzten Jahren mit durchschnittlich 0,7 % p.a. gewachsen:

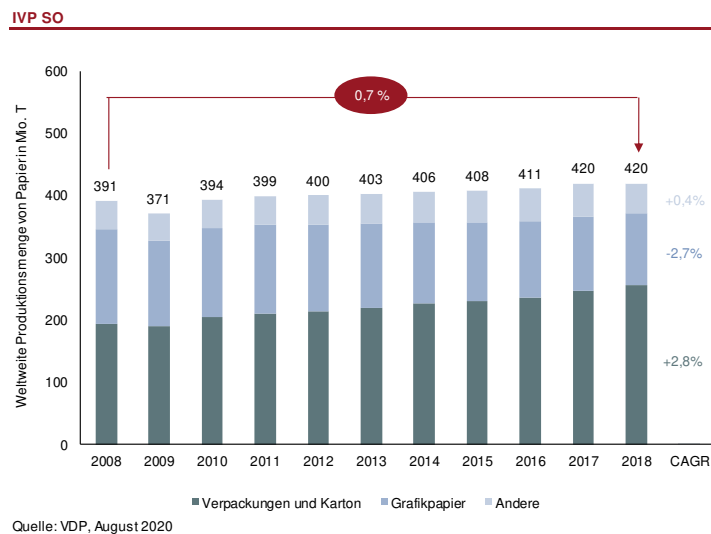


Abbildung 20 Weltweite Produktionsmenge von Papier, Karton und Pappe

171. Die Entwicklung des Marktes nach unterschiedlichen Produkttypen ist dabei von der zunehmenden Bedeutung des weltweiten Handels und der zunehmenden Bedeutung des Versandhandels geprägt (2,8 % p.a.), während hochwertige Printerzeugnisse auf grafischem Papier zunehmend von digitalen Lösungen verdrängt werden (-2,7 % p.a.).
172. Bezogen auf die IVP ergibt sich folgendes Bild:

Der Zielmarkt „Papier“ ist deutlich regionaler segmentiert als der Zielmarkt „Metall“.

Auf Anbieter- und Nachfragerseite bestehen atomistische Strukturen. Allgemein geht der Trend im Markt von grafischen Papieren zu Verpackungen und Karton, da aufgrund eines immer weiter vernetzten weltweiten Handels und der ansteigenden Bedeutung des Online-Handels für Endverbraucher die Nachfrage ansteigt.

Anspruchsvolle Produkte für Printmedien, die anspruchsvollere Lösungen in der Oberflächeninspektion benötigen, werden aufgrund einer Verschiebung zu digitalen Medien immer weniger nachgefragt.

3. Corona-Krise

173. Die Effekte der Corona-Krise werden in den Marktstudien nicht vollständig reflektiert. Entsprechend hat uns der Vorstand der IVP seine Einschätzung zur Auswirkung der Corona-Krise auf die IVP geschildert:
- Die Corona-Pandemie hat zu Störungen von globalen Lieferketten geführt. Die Investitionsbereitschaft vieler Kunden ist aufgrund der erhöhten Unsicherheit im Markt auf die notwendigen Ersatzinvestitionen gesunken.
 - Voraussetzung zur Überwindung der Corona-Krise für die IVP ist das Anlaufen der globalen Lieferketten und ein entsprechender Anstieg der Investitionsbereitschaft der relevanten Industrien. Des Weiteren behindern die Corona-Reisebeschränkungen die wichtige Arbeit bei und am Kunden vor Ort durch die IVP-Mitarbeiter.
 - IVP hat hochqualifiziertes Personal im Bereich Sales und R&D, die den Bedarf der Kunden kennen und antizipieren müssen. Aufgrund der logischen Prozesskette „Bedarf verstehen – Lösungen anbieten – Lösungen implementieren und Einbinden in das Informationsökosystem des Kunden – Leistung abrechnen – Zahlungseingang nach Abnahme und nach Ablauf der Gewährleistungen (Einbehalte)“ bedeutet der Abriss dieses Prozessstroms durch die Corona-Pandemie, dass auch beim Neuanlaufen des Prozesses viele Monate / mehrere Jahre bis zum Normalbetrieb vergehen.
174. Vor diesem Hintergrund ist die IVP von der Corona-Krise zumindest mittelfristig betroffen.

4. Peer Groups

175. Zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung der IVP-Gruppe, zur Ableitung des Betafaktors und zur Plausibilisierung des Unternehmenswertes über Multiplikatoren haben wir Vergleichsunternehmen identifiziert:

- Unternehmen aus dem Bereich Surface Vision (Peer Group 1),
- Unternehmen in den relevanten Absatzmärkten der IVP-Gruppe (Peer Group 2),
 - Metall (Peer Group 2a),
 - Aluminium (Peer Group 2b) sowie
 - Papier (Peer Group 2c).

Zur Methodik und zum verwendeten Prüfungsschema bei der Ableitung der Peer Groups siehe auch Anhang I, Abschnitt G.V.

a) Unternehmen im Bereich Surface Vision

176. Zunächst haben wir börsennotierte Vergleichsunternehmen aus dem Bereich Surface Vision (Peer Group 1) identifiziert, da diese Unternehmen grundsätzlich vergleichbare Risikotreiber und eine vergleichbare Geschäftstätigkeit wie die IVP aufweisen.

Bei der Ableitung der sogenannten "Long List" für die Peer Group 1 haben wir auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Capital IQ zurückgegriffen.

177. Potenzielle Peer Group-Unternehmen haben wir grundsätzlich auf Basis der Branchenklassifizierung ("CIQ Primary Industry") "Electronic Equipment, Instruments and Components" sowie einer Eingrenzung über Stichworte identifiziert.

Wir haben unsere Ergebnisse mit den Ergebnissen des Bewertungsgutachters sowie mit den Ergebnissen aus der Gutachtlichen Stellungnahme KPMG abgeglichen. Unternehmen, die nicht in unserer Long List enthalten waren, haben wir in unsere Long List aufgenommen.

Im Ergebnis haben wir auf dieser Basis 25 Unternehmen identifiziert.

178. Darüber hinaus haben wir bei der Ableitung der Peer Group 1 aufgrund der anwendungsspezifischen Produkte der IVP und der Einordnung als Systemintegrator ergänzend potenzielle Peer Group-Unternehmen auf Basis der Branchenklassifizierung ("CIQ Primary Industry") „Application Software“ identifiziert. Hierbei haben wir auf Basis der Geschäftstätigkeit der IVP folgende Schlagworte zusätzlich berücksichtigt:

- Engineering Services,
- Engineering,
- Services,

-
- Inspection Services,
 - Machine Vision,
 - Surface Inspection,
 - Quality Control,
 - Steel,
 - Metal und
 - Paper.

Unternehmen, die mindestens 4 Schlagworte in Ihrer Beschreibung der Geschäftstätigkeit vorweisen, haben wir im Rahmen der weiteren Analysen in Betracht gezogen.

Im Ergebnis haben wir in diesem Analyseschritt sechs (weitere) Unternehmen identifiziert.

179. Die auf dieser Basis abgeleitete Long List potenzieller Vergleichsunternehmen umfasst insgesamt 31 Unternehmen (= 25 + 6, siehe Anhang I, Abschnitt G.V.2).

Für diese Unternehmen haben wir für die Peer Group 1 eine technische Analyse im Hinblick auf die Aktie und eine (vertiefende) ökonomische Analyse im Hinblick auf die Unternehmen vorgenommen.

180. Im Rahmen der technischen Analyse haben wir die Liquidität der Aktien und die Stabilität der Betafaktoren untersucht.
181. Eine wesentliche Grundvoraussetzung für die Ermittlung aussagekräftiger Betafaktoren ist, dass sich die Aktienrenditen der betrachteten Unternehmen sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der (ökonomischen) Rahmenbedingungen anpassen. Erfolgt dieser Anpassungsprozess gegenüber den Veränderungen des Marktes verzögert, besteht die Gefahr, dass der Betafaktor den Zusammenhang zwischen den Schwankungen der Aktie und den Schwankungen des Marktes nicht zutreffend widerspiegelt. Wesentliche Voraussetzungen für einen unverzerrten Anpassungsprozess sind institutionelle Voraussetzungen für einen liquiden Handel der Aktien sowie hinreichender tatsächlicher Handel.
182. Vor diesem Hintergrund haben wir die Unternehmen der Long List einer Liquiditätsanalyse unterzogen. Im Rahmen unserer Analyse haben wir vorrangig auf die Kriterien Handelsumsatz in T€ pro Tag (Kritischer Mindestwert: 115 T€) und Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) (Kritischer Maximalwert: 1,25 %) abgestellt. Die Analysen beziehen sich jeweils auf Durchschnittswerte über einen von uns als relevant erachteten Zeitraum von fünf Jahren.
183. Im Rahmen unserer (vertiefenden) ökonomischen Analyse haben wir neben den von Capital IQ bereitgestellten Unternehmensbeschreibungen die Internetseiten der Unternehmen im Hinblick auf die Vergleichbarkeit mit der IVP hinsichtlich der Geschäftstätigkeit eingehender untersucht.

184. Die verbleibende von uns zugrunde gelegte Peer Group im Bereich Surface Vision (Peer Group 1) ergibt sich demnach wie folgt:

IVP SO

Name	Land	Liquide?	RSM	IVC
Cognex Corporation	United States	✓	✓	✓
Basler Aktiengesellschaft	Germany	✓	✓	✓
CyberOptics Corporation	United States	✓	Nein	✓
ViTrox Corporation Berhad	Malaysia	✓	Nein	✓
Jenoptik AG	Germany	✓	✓	✓
AMETEK, Inc.	United States	✓	✓	✓
Datalogic S.p.A.	Italy	✓	✓	✓
TKH Group N.V.	Netherlands	✓	✓	✓
Teledyne Technologies Incorporated	United States	✓	✓	✓
Keyence Corporation	Japan	✓	✓	✓
Aspen Technology, Inc.	United States	✓	Nein	✓
Machvision Inc.	Taiwan	✓	✓	Nein
OMRON Corporation	Japan	✓	✓	Nein
Panasonic Corporation	Japan	✓	✓	Nein
FLIR Systems, Inc.	United States	✓	✓	Nein
Viscom AG	Germany	Nein	✓	Nein

Tabelle 7 Peer Group 1: Surface Vision (Short Lists RSM und IVC)

185. Die Unternehmen der Peer Group sind im Hinblick auf das systematische Risiko der IVP nicht vollständig mit der IVP vergleichbar:
- Die Unternehmen der Surface Vision Peer Group verfügen zum Teil über deutlich ausgeprägtere Wertschöpfungstiefe als die IVP, was hohe Fixkostenbestandteile und damit einen hohen operativen Hebel impliziert. Die IVP verfügt über keine eigene Produktion und bezieht Produkte / Komponenten im Wesentlichen von der ISRA VISION.
 - Die Unternehmen der Surface Vision Peer Group bieten auch Standardprodukte an, während die IVP auf anwenderspezifische Produkte fokussiert ist, was insofern eher einem Industriedienstleister im Bereich Engineering entspricht.
 - Die Unternehmen der Surface Vision Peer Group sind zum Teil in anderen Absatzmärkten mit einem volatilen Geschäft und einem hohen systematischen Risiko tätig (bspw. Halbleiterindustrie). Die Abnehmer der IVP sind in den vergleichsweise stabilen Metall- und Papierindustrien tätig.
 - Reine (börsennotierte) Systemintegratoren mit einem Fokus auf die relevanten Zielmärkten konnten auf dieser Basis nicht identifiziert werden.

b) Unternehmen in den relevanten Absatzmärkten

186. Wir haben ergänzend Unternehmen in den relevanten Absatzmärkten der IVP im Bereich Metall, Aluminium und Papier analysiert. Hierzu haben wir zunächst große börsennotierten Unternehmen in den jeweiligen Absatzmärkten identifiziert (zu den Long Lists siehe Anhang I, Abschnitt G.V.2) und analog zu den Peer Group Unternehmen im Bereich Surface Vision einer technischen Analyse im Hinblick auf die jeweilige Aktie unterzogen.
187. Die Peer Group-Unternehmen für den Absatzmarkt „Metall“ ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Name	Land	Liquide?	RSM	IVC
ArcelorMittal	Luxembourg	✓	✓	✓
Nippon Steel Corporation	Japan	✓	Nein	✓
POSCO	South Korea	✓	✓	✓
Tata Steel Limited	India	✓	✓	✓
JFE Holdings, Inc.	Japan	✓	Nein	✓
Nucor Corporation	United States	✓	✓	✓
Hyundai Steel Company	South Korea	✓	✓	✓
United States Steel Corporation	United States	✓	Nein	✓
Hbis Company Limited	China	✓	✓	Nein
Hang Zhou Iron & Steel Co., Ltd.	China	✓	✓	Nein
Beijing Shougang Co., Ltd.	China	✓	✓	Nein
Shandong Iron and Steel Company Ltd.	China	✓	✓	Nein
Hunan Valin Steel Co., Ltd.	China	✓	✓	Nein

Tabelle 8 Peer Group 2a: Metall (Short Lists RSM und IVC)

188. Die verbleibenden Peer Group-Unternehmen für den Absatzmarkt „Aluminium“ ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Name	Land	Liquide?	RSM	IVC
Aluminum Corporation of China Limited	China	✓	✓	✓
United Company RUSAL, International Public Joint-Stock Company	Russia	✓	✓	✓
Rio Tinto Group	United Kingdom	✓	✓	✓
Alcoa Corporation	United States	✓	✓	✓
Norsk Hydro ASA	Norway	✓	✓	✓
Century Aluminum Company	United States	✓	Nein	✓
Hindalco Industries Limited	India	✓	✓	✓
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	Argentina	✓	Nein	✓
China Hongqiao Group Limited	China	✓	✓	Nein
South32 Limited	Australia	✓	✓	Nein
Hitachi, Ltd.	Japan	✓	✓	Nein

Tabelle 9 Peer Group 2b: Aluminum (Short Lists RSM und IVC)

189. Die verbleibenden Peer Group-Unternehmen für den Absatzmarkt „Papier“ ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Name	Land	Liquide?	RSM	IVC
International Paper Company	United States	✓	✓	✓
Oji Holdings Corporation	Japan	✓	✓	✓
UPM-Kymmene Oyj	Finland	✓	✓	✓
Nippon Paper Industries Co., Ltd.	Japan	✓	✓	✓
Smurfit Kappa Group Plc	Ireland	✓	✓	✓
Sappi Limited	South Africa	✓	Nein	✓
Resolute Forest Products Inc.	Canada	✓	Nein	✓
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ)	Sweden	✓	Nein	✓
Nine Dragons Paper (Holdings) Limited	China	✓	✓	Nein
WestRock Company	United States	✓	✓	Nein
DS Smith Plc	United Kingdom	✓	✓	Nein
Stora Enso Oyj	Finland	Nein	✓	Nein
Lee and Man Paper Manufacturing Limited	Hong Kong	✓	✓	Nein
Klabin S.A.	Brazil	✓	✓	Nein
Mondi plc	United Kingdom	✓	✓	Nein
Cascades Inc.	Canada	✓	✓	Nein

Tabelle 10 Peer Group 2c: Papier (Short Lists RSM und IVC)

V. Vergangenheitsanalyse

1. Vergangenheitsbereinigungen

190. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72).
191. Ob und inwieweit Vergangenheitsbereinigungen durchzuführen sind, haben wir intensiv mit dem Bewertungsgutachter diskutiert.
192. Der Bewertungsgutachter hat im Ergebnis folgende Bereinigungen im Hinblick auf außergewöhnliche, periodenfremde und einmalige Geschäftsvorfälle vorgenommen und erläutert (siehe Gutachtliche Stellungnahmen, S. 54 f.):

IVP SO

Bereinigungen	in T€	2017/18			2018/19			2019/20		
		Ist	Δ	Ist adj.	Ist	Δ	Ist adj.	Ist	Δ	Ist adj.
Umsatzerlöse		26.986	-	26.986	30.505	-	30.505	27.571	-	27.571
Bestandsveränderungen		996	-	996	-2.363	-	-2.363	48	-	48
Andere aktivierte Eigenleistungen		1.949	-	1.949	2.714	559	3.273	3.072	120	3.192
Sonstige betriebliche Erträge		286	-	286	933	-808	125	102	-	102
Gesamtleistung		30.217	-	30.217	31.788	-249	31.539	30.794	120	30.914
Aufwendungen für RHB und für bezogene Waren		-9.317	-	-9.317	-8.962	-	-8.962	-7.903	-	-7.903
Aufwendungen für bezogene Leistungen		-2.227	-	-2.227	-2.682	455	-2.227	-3.129	-	-3.129
Materialaufwand		-11.544	-	-11.544	-11.644	455	-11.189	-11.033	-	-11.033
Rohhertrag		18.674	-	18.674	20.145	206	20.350	19.761	120	19.881
Löhne und Gehälter		-4.296	-	-4.296	-5.021	210	-4.811	-5.069	-	-5.069
Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung / Unterstützung		-553	-	-553	-685	-	-685	-737	-	-737
Personalaufwand		-4.850	-	-4.850	-5.705	210	-5.496	-5.806	-	-5.806
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-8.059	62	-7.997	-10.059	843	-9.216	-9.231	627	-8.604
EBITDA		5.764	62	5.827	4.380	1.258	5.638	4.723	747	5.470
Abschreibungen auf SAV / IAV		-2.646	290	-2.356	-2.839	290	-2.548	-2.861	244	-2.617
EBIT		3.118	353	3.471	1.541	1.549	3.090	1.863	991	2.853
Nachrichtlich:										
EBITDA-Marge		21,4%	0,2%	21,6%	14,4%	4,1%	18,5%	17,1%	2,7%	19,8%
EBIT-Marge		11,6%	1,3%	12,9%	5,1%	5,1%	10,1%	6,8%	3,6%	10,3%

Tabelle 11 Vergangenheitsbereinigungen für die Jahre 2017/18 bis 2019/20

193. Margen sind hier und im Folgenden auf die Größe Umsatzerlöse bezogen. Der Bewertungsgutachter bezieht die Margen auf die Größe Umsatzerlöse + Bestandsveränderungen.

194. Die Bereinigungen umfassen insbesondere

- in den sonstigen betrieblichen Erträgen (2018/19: -310 T€) und Aufwendungen (2017/18: +362 T€, 2019/20: +427 T€) erfasste Währungskurseffekte,
- auf Ebene der ISRA VISION vorgenommene Aktivierungen von Entwicklungsleistungen (2018/19: +559 T€, 2019/20: +120 T€), die grundsätzlich der IVP zuzuordnen wären, und Ansatz der entsprechenden Abschreibungen in den Folgejahren (2019/20: -46 T€),
- Abschreibungen von PPA Step Ups (jeweils +290 T€),
- Erträge und Aufwendungen aus einem Versicherungsfall im Jahr 2018/19 (sonstige betriebliche Erträge: -498 T€, Materialaufwand: +455 T€, sonstige betriebliche Aufwendungen: +43 T€),
- in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zur Vergleichbarkeit mit den Folgejahren vorgenommene Bereinigungen bei den Managementumlagen (2017/18: -300 T€ bisher nicht angesetzte Umlagen und 2018/19: +800 T€ Bereinigung bisher angesetzter Umlagen) sowie
- in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfasste, umgelegte Rechtsanwaltskosten (2019/20: +200 T€) für die Integration in die Atlas Copco-Gruppe.

Wir erachten diese Bereinigungen als sachgerecht und haben sie in unser Bewertungsmodell übernommen.

195. Ergänzend weisen wir auf folgende Aspekte hin:

- Im Jahr 2017/18 ist beschlossen worden, aus dem Papiermarkt China auszustiegen; c.p. sollte dies zu einer Margenverbesserung führen.
- Das Jahr 2019/20 ist teilweise (2. Hälfte) durch Corona geprägt; schlägt im Geschäftsjahr 2019/20 aufgrund des vorlaufenden Auftragseingangs aber nur gedämpft durch.

Weitere Informationen, um diese Effekte zu quantifizieren, liegen uns nicht vor.

Wir haben diese Aspekte daher bei der Plausibilisierung der Planung und insbesondere bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses qualitativ berücksichtigt.

2. Planungstreue

a) Auftragseingang

196. Der Planung des Auftragseingangs (Order Entry) und der daraus abgeleiteten Planung der Umsatzerlöse kommt für das Management innerhalb des ISRA VISION-Gruppe bzw. innerhalb der IVP-Gruppe zentrale Bedeutung zu.
197. Wir haben die Planungstreue in Bezug auf den Auftragseingang anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen analysiert. Diese Unterlagen beziehen sich auf die Business Units Metall und Papier der ISRA VISION-Gruppe; etwa 15 % dieser Auftragseingänge werden außerhalb der IVP-Gruppe erzielt.
198. Die Planung der Auftragseingänge auf Ebene der Business Units erfolgt im Rahmen der Strategiemeetings für drei Jahre. Der Aufsichtsrat der ISRA VISION nimmt dann jeweils die Planung der Auftragseingänge und der Umsatzerlöse für das nächste Geschäftsjahr zustimmend zur Kenntnis.

Die IVP erstellt dann im März des Folgejahres ein internes Budget, das dem Aufsichtsrat nicht vorgelegt wird.

199. Ist-Zahlen wurden uns für den Umsatz und Auftragseingang auf Ebene der IVP-Gruppe und für den Auftragseingang auf Ebene der ISRA VISION-Gruppe vorgelegt.
200. Die Planung des Auftragseingangs und der Umsatzerlöse für die Jahre 2017/18 ff. stellt sich wie folgt dar:

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 12 Planung Auftragseingang und Umsatzerlöse der Jahre 2017/18 ff.

201. Die Planung des Auftragseingangs und der Umsatzerlöse für die Jahre 2018/19 f. stellt sich wie folgt dar:

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 13 Planung Auftragseingang und Umsatzerlöse der Jahre 2018/19 f.

-
202. Die Planung des Auftragseingangs und der Umsatzerlöse für das Jahr 2019/20 stellt sich wie folgt dar:

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 14 Planung Auftragseingang und Umsatzerlöse der Jahre 2019/20

203. Der auf Ebene der ISRA VISION-Gruppe geplante Auftragseingang der Business Units stellt sich im Ergebnis als ambitioniertes Vertriebsziel dar. Insbesondere das dem Aufsichtsrat der ISRA VISION vorgestellte Budget für den Auftragseingang des Folgejahres wird in den Jahren 2018/19 und 2019/20 deutlich verfehlt.

Der etwa ein halbes Jahr später auf Ebene der IVP-Gruppe geplante Umsatz trifft den Ist-Umsatz präzise.

Zum Zeitpunkt der Planung der Umsatzerlöse im März sind die bis Ende des Jahres (30. September) abzuarbeitenden Auftragseingänge fast vollständig bekannt. Insofern besteht nur eine geringe Planungsunsicherheit.

b) Umsatzerlöse und operatives Ergebnis (Budget)

204. Wir haben die Budgetplanungen für die IVP-Gruppe auf Basis des im März für interne Zwecke erstellten Budgets analysiert. Dabei haben wir die Budgetplanungen der IVP (ausgehend von den Ist-Werten des vorhergehenden Jahres) jeweils den unbereinigten und den bereinigten Ist-Werten gegenübergestellt.

Einzelne Bereinigungen (etwa PPA-Abschreibungen) sind nicht aufgrund ihres einmaligen oder außerordentlichen Charakters, sondern im Hinblick auf die Planungsplausibilisierung vorgenommen worden. Dies ist beim Plan-Ist-Vergleich zu beachten.

205. Der Plan-Ist-Vergleich für das Jahr 2017/18 stellt sich wie folgt dar:

IVP SO

Plan-Ist-Abweichungen	in T€	2017/18						Ist (bereinigt)
		Vorjahr	Δ	Plan	Δ	Ist	Δ	
Umsatzerlöse				27.500	-514	26.986	-514	26.986
Bestandsveränderungen				-	996	996	996	996
Andere aktivierte Eigenleistungen				1.900	49	1.949	49	1.949
Sonstige betriebliche Erträge				250	36	286	36	286
Gesamtleistung				29.650	567	30.217	567	30.217
Aufwendungen für RHB und für bezogene Waren				-8.857	-460	-9.317	-460	-9.317
Aufwendungen für bezogene Leistungen				-2.856	629	-2.227	629	-2.227
Materialaufwand				-11.713	736	-11.544	169	-11.544
Rohertrag				17.937	1.303	18.674	736	18.674
Löhne und Gehälter				-4.391	94	-4.296	94	-4.296
Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung / Unterstützung				-599	46	-553	46	-553
Personalaufwand				-4.989	140	-4.850	140	-4.850
Sonstige betriebliche Aufwendungen				-7.935	-124	-8.059	-62	-7.997
EBITDA				5.013	751	5.764	814	5.827
Abschreibungen auf SAV / IAV				-2.664	18	-2.646	308	-2.356
EBIT				2.349	769	3.118	1.122	3.471
Nachrichtlich:								
EBITDA-Marge				18,2%	3,1%	21,4%	3,4%	21,6%
EBIT-Marge				8,5%	3,0%	11,6%	4,3%	12,9%

Tabelle 15 Plan-Ist-Vergleich Jahr 2017/18

206. EBITDA- und EBIT-Marge liegen im Jahr 2017/18 sowohl auf unbereinigter als auch auf bereinigter Basis deutlich über den geplanten Werten.

207. Der Plan-Ist-Vergleich für das Jahr 2018/19 stellt sich wie folgt dar:

IVP SO

Plan-Ist-Abweichungen	in T€	2018/19						Ist (bereinigt)
		Vorjahr	Δ	Plan	Δ	Ist	Δ	
Umsatzerlöse		26.986	1.014	28.000	2.505	30.505	2.505	30.505
Bestandsveränderungen		996	-996	-	-2.363	-2.363	-2.363	-2.363
Andere aktivierte Eigenleistungen		1.949	651	2.600	114	2.714	673	3.273
Sonstige betriebliche Erträge		286	271	557	376	933	-432	125
Gesamtleistung		30.217	940	31.157	631	31.788	382	31.539
Aufwendungen für RHB und für bezogene Waren		-9.317	327	-8.990	28	-8.962	28	-8.962
Aufwendungen für bezogene Leistungen		-2.227	-625	-2.851	170	-2.682	625	-2.227
Materialaufwand		-11.544	-298	-11.841	829	-11.644	653	-11.189
Rohrertrag		18.674	642	19.316	1.460	20.145	1.035	20.350
Löhne und Gehälter		-4.296	-441	-4.738	-283	-5.021	-73	-4.811
Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung / Unterstützung		-553	-198	-751	66	-685	66	-685
Personalaufwand		-4.850	-639	-5.489	-216	-5.705	-7	-5.496
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-8.059	-1.095	-9.154	-905	-10.059	-62	-9.216
EBITDA		5.764	-1.092	4.672	-293	4.380	966	5.638
Abschreibungen auf SAV / IAV		-2.646	-238	-2.884	46	-2.839	336	-2.548
EBIT vor Beteiligungsergebnis		3.118	-1.331	1.788	-247	1.541	1.302	3.090
Nachrichtlich:								
EBITDA-Marge		21,4%	-4,7%	16,7%	-2,3%	14,4%	1,8%	18,5%
EBIT-Marge		11,6%	-5,2%	6,4%	-1,3%	5,1%	3,7%	10,1%

Tabelle 16 Plan-Ist-Vergleich Jahr 2018/19

208. EBITDA- und EBIT-Marge liegen im Jahr 2018/19 auf unbereinigter Basis unter, auf bereinigter Basis über den geplanten Werten.

209. Der Plan-Ist-Vergleich für das Jahr 2019/20 stellt sich wie folgt dar:

IVP SO

Plan-Ist-Abweichungen	in T€	2019/20						Ist (bereinigt)
		Vorjahr	Δ	Plan	Δ	Ist	Δ	
Umsatzerlöse		30.505	-2.505	28.000	-429	27.571	-429	27.571
Bestandsveränderungen		-2.363	2.363	-	48	48	48	48
Andere aktivierte Eigenleistungen		2.714	186	2.900	172	3.072	292	3.192
Sonstige betriebliche Erträge		933	-611	321	-219	102	-219	102
Gesamtleistung		31.788	-567	31.221	-428	30.794	-308	30.914
Aufwendungen für RHB und für bezogene Waren		-8.962	-44	-9.006	1.103	-7.903	1.103	-7.903
Aufwendungen für bezogene Leistungen		-2.682	-312	-2.993	-136	-3.129	-136	-3.129
Materialaufwand		-11.644	-355	-11.999	539	-11.033	967	-11.033
Rohhertrag		20.145	-922	19.222	111	19.761	659	19.881
Löhne und Gehälter		-5.021	32	-4.988	-81	-5.069	-81	-5.069
Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung / Unterstützung		-685	-286	-971	233	-737	233	-737
Personalaufwand		-5.705	-254	-5.959	153	-5.806	153	-5.806
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-10.059	1.172	-8.888	-343	-9.231	284	-8.604
EBITDA		4.380	-4	4.375	348	4.723	1.095	5.470
Abschreibungen auf SAV / IAV		-2.839	-57	-2.896	35	-2.861	279	-2.617
EBIT vor Beteiligungsergebnis		1.541	-62	1.479	383	1.863	1.374	2.853
Nachrichtlich:								
EBITDA-Marge		14,4%	1,3%	15,6%	1,5%	17,1%	4,2%	19,8%
EBIT-Marge		5,1%	0,2%	5,3%	1,5%	6,8%	5,1%	10,3%

Tabelle 17 Plan-Ist-Vergleich Jahr 2019/20

210. EBITDA- und EBIT-Marge liegen im Jahr 2019/20 sowohl auf unbereinigter als auch auf bereinigter Basis über den geplanten Werten.
211. Insgesamt zeigen die vorgenannten Zahlen, auch unter Berücksichtigung der nur im Hinblick auf die Planungsplausibilisierungen vorgenommenen Bereinigungen, eher zurückhaltend geplante operative Ergebnisse.

Dies ist bei der Planungsplausibilisierung, jedenfalls auch bei der Festlegung der nachhaltigen operativen Ergebnismarge zu berücksichtigen.

VI. Planungsprozess und Planung

1. Planungsprozess

212. Die IVP-Gruppe ist in die ISRA VISION-Gruppe integriert. Entsprechend ist auch der Planungsprozess der IVP-Gruppe mit dem Planungsprozess der ISRA VISION-Gruppe verknüpft.

213. Wesentliche Steuerungsgröße der ISRA VISION-Gruppe ist der in € geplante Auftragseingang (Order Entry). Der Auftragseingang wird in zum Ende eines jeden Geschäftsjahres (bis September) stattfindenden Strategiemeetings für die nächsten drei Jahre Bottom-up geplant.

Der Auftragseingang wird bei der ISRA VISION-Gruppe in den einzelnen Segmenten auf Ebene der Business Units geplant. Die IVP-Gruppe macht im Hinblick auf den Auftragseingang den überwiegenden Teil (85 %) der Business Units „Metall“ und „Papier“ aus.

Die Planung der Business Units (ISRA VISION-Gruppe) ist Ausgangspunkt für die Planung der IVP-Gruppe.

214. Ausweislich der Aufsichtsratsprotokolle wurden bis März 2021 folgende Planungen bei der IVP erörtert:

IVP SO

Geschäftsjahr	Sitzung	Datum	Bezug zu Planung*	Planungsanlage vorhanden?
Geschäftsjahr 2017/18	1	18. Dez. 17	Sales Forecast 2017/18 (zustimmende Kenntnisnahme)	Nein
	2	22. Jan. 18	Outlook zum Gesamtgeschäftsjahr 2017/18 (zustimmende Kenntnisnahme)	Nein
	3	22. Mrz. 18	n/a	n/a
Geschäftsjahr 2018/19	4	17. Sep. 18	Budget 2018/19 (Zustimmung); mittelfristige strategische Unternehmensplanung 2019 bis 2021 (Erörterung)	Teilweise*
	1	20. Dez. 18	Sales Forecast 2018/19 (zustimmende Kenntnisnahme)	Ja
	2	28. Jan. 19	Outlook zum Gesamtgeschäftsjahr 2018/19 (zustimmende Kenntnisnahme)	Ja
Geschäftsjahr 2019/20	3	4. Mrz. 19	n/a	n/a
	4	19. Sep. 19	Budget für das Geschäftsjahr 2019/20 (Zustimmung); mittelfristige strategische Unternehmensplanung 2020 bis 2022 (Erörterung)	Teilweise**
	1	9. Dez. 19	Sales Forecast 2019/20 (zustimmende Kenntnisnahme)	Ja
Geschäftsjahr 2020/21	2	16. Jan. 20	Outlook zum Gesamtgeschäftsjahr 2019/20 (zustimmende Kenntnisnahme)	Ja
	3	12. Mrz. 20	n/a	n/a
	4	21. Sep. 20	Budget für das Geschäftsjahr 2020/21 (Zustimmung); mittelfristige strategische Unternehmensplanung 2021 bis 2023 (Erörterung)	Teilweise***
Geschäftsjahr 2021/22	1	3. Dez. 20	Sales Forecast 2020/21 (zustimmende Kenntnisnahme)	Ja
	2	20. Jan. 21	Outlook zum Gesamtgeschäftsjahr 2020/21 (zustimmende Kenntnisnahme)	Ja
	3	9. Mrz. 21	n/a	n/a
Geschäftsjahr 2022/23	4	19. Apr. 21	Unternehmensplanung 2020/21 bis 2024/25 (Zustimmung)	Ja****

+ "Sales Forecast" und "Outlook" beziehen sich jeweils auf den Order Entry auf Ebene der ISRA VISION / der BUs Metall und Papier; die Budgets (GuV) beziehen sich auf die ISRA VISION; Umsatzerlöse werden auf Ebene der BUs heruntergebrochen

* "Mittelfristige strategische Unternehmensplanung 2019 bis 2021" liegt nicht vor

** "Mittelfristige strategische Unternehmensplanung 2020 bis 2022" liegt nicht vor

*** "Mittelfristige strategische Unternehmensplanung 2021 bis 2023" und "Budget 2020/21" liegen nicht vor

**** Vorstandsbeschluss vom 16. April 2021 und Anlage liegt vor; der Beschluss des AR bezieht sich explizit auf diesen Beschluss

Tabelle 18 Planungserörterungen im Aufsichtsrat der IVP

215. Die entsprechenden Anlagen für die Aufsichtsratssitzungen konnten uns nicht vorgelegt bzw. aufgrund unterschiedlicher Planungsstände nicht mehr eindeutig als Anlage zugeordnet werden, da die Protokolle nicht mit den entsprechenden Planungen in einem verbundenen Dokument archiviert wurden.

-
216. Des Weiteren erstellt der Vorstand im März des Folgejahres ein Budget für das laufende Geschäftsjahr; dabei wird eine konsolidierte IFRS-Gewinn- und Verlustrechnung (Gesamtkostenverfahren) geplant. Wir haben diese Planungen für den Plan-Ist-Vergleich verwendet.
217. Anlässlich des Squeeze out hat der Vorstand der IVP eine IFRS-Mittelfristplanung auf konsolidierter Basis (Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen) für die Jahre 2020/21 bis 2024/25 erstellt. Der Vorstand hat diese Planung (vor Anpassungen des Bewertungsgutachters) nach eingehender Würdigung und insbesondere auch Berücksichtigung der Risiken der Corona-Pandemie und ihrer erwarteten Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung am 16. April 2021 verabschiedet; siehe im Einzelnen Anhang I, Abschnitt G.I .

Der Aufsichtsrat hat dieser Unternehmensplanung mit Beschluss vom 19. April 2021 zugestimmt. Dabei hat der Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen, dass der Vorstand die Risiken der Corona-Pandemie berücksichtigt und ihre erwarteten Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung in die Unternehmensplanung eingearbeitet hat.

Im Laufe der Bewertungsarbeiten hat der Bewertungsgutachter Anpassungen der Planung vorgenommen. Diese Anpassungen hat sich der Vorstand der IVP zu Eigen gemacht.

2. Operative Planung – vor Anpassungen des Bewertungsgutachters

218. Wir haben uns insbesondere auch vor dem Hintergrund der Anlassbezogenheit der Planung vom Vorstand das Vorgehen zur Erstellung der Planung vom 16. April 2021 erläutern lassen.
219. Allgemein sieht der Vorstand in Bezug auf den Metallbereich aufgrund bestehender Überkapazitäten nach dem erfolgten Kapazitätsausbau in den nächsten Jahren im Wesentlichen Nachfrage aufgrund von Ersatzinvestitionen. Im Papiermarkt sieht der Vorstand aufgrund der Tendenz von grafischen Papieren zu Kartons und Verpackungen und entsprechend auch eine Veränderung der Nachfrage nach Oberflächeninspektionslösungen.
220. Die Corona-Pandemie überlagert die allgemeinen Markttrends und ist in den vorliegenden Marktstudien nach Einschätzung des Vorstands noch nicht vollumfänglich reflektiert.

Insgesamt erwartet der Vorstand, dass die Corona-Pandemie mittelfristige Auswirkungen auf die IVP hat, da globale Lieferketten gestört sind und die anwendungsspezifischen Produkte der IVP einen Vorlauf bis zu den realisierten Umsatzerlösen haben (Verständnis des Geschäfts des Kunden, Abschätzung der Bedürfnisse des Kunden in 2-3 Jahren und zielgerichtete Entwicklung im Hinblick auf diese Erwartungen, Auseinanderfallen von Auftragseingang und Umsatzrealisierung). Die anwendungsspezifischen Produkte erfordern im Weiteren entsprechende Reisen im Rahmen des Sales-Prozesses und bei der Leistungserbringung vor Ort. Dies wird durch Corona zumindest kurzfristig nur eingeschränkt möglich sein.

221. Der Vorstand hat die einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz ausgehend vom Geschäftsjahr 2019/20 auf Basis von Wachstumsraten fortgeschrieben. Im Einzelnen liegen der Planung des Vorstands folgende Überlegungen zugrunde:

- Ausgangspunkt der Planungsüberlegungen zu Auftragseingang und Umsatzerlösen sind die aktuellen Entwicklungen der Corona-Pandemie.

Entsprechend hat der Vorstand die Umsatzerlöse auf Basis des aktuellen Auftragseingangs und der erwarteten Auftragsentwicklung abgeschätzt.

- Die aktivierten Eigenleistungen umfassen kapitalisierte Entwicklungskosten. Unabhängig von den Umsatzerlösen ist weiterhin hoher Entwicklungsaufwand notwendig aufgrund
 - von technischem Fortschritt (Industrie 4.0, Datenverfügbarkeit nicht nur auf Ebene der Produktionsstelle und dem Werk, sondern auch auf Managementebene),
 - hoher Wettbewerbsintensität,
 - ansteigenden Kundenansprüchen und Bedarf von Produkten im gesamten (rauen) Produktionsprozess,
 - der Wahrnehmung der IVP als Markt- und Qualitätsführer im Metallbereich,

-
- der grundsätzlichen Notwendigkeit von Entwicklungsleistungen bei anwendungsspezifischen Produkten,
 - der grundsätzlichen Notwendigkeit der Adaption der Produkte an evolvierende Informationsökosysteme beim Kunden sowie
 - der Design to Cost-Strategie aufgrund des zunehmenden Margendrucks.
 - Ausgehend von den Ist-Zahlen des Jahres 2019/20 werden die Kosten geplant.
 - Der Materialaufwand ist wesentlich durch die Umsatzentwicklung geprägt. Der Vorstand sieht einen zunehmenden Kostendruck, dem der gesamte ISRA VISION-Konzern ausgesetzt ist. Der ISRA VISION-Konzern begegnet dem durch konsequentes Design to Cost.
 - Der Personalaufwand wird im Wesentlichen durch Einstellungen im Jahr 2020/21 und die allgemeine Lohnentwicklung geprägt. Aufgrund der spezialisierten Teams im Bereich Sales und R&D/Engineering kann der Personalbestand nicht kurzfristig an die Umsatzerlöse angepasst werden, sondern muss durchgehend gehalten werden.
 - Die weiteren Kosten plant der Vorstand auf Basis von Überlegungen hinsichtlich eines grundsätzlichen Zusammenhangs mit den Umsatzerlösen und Annahmen zur Preissteigerung.
 - Mit Ausnahme des Aufbaus von Personal ist kostenseitig kein mengenmäßiges Wachstum geplant.

222. Im Hinblick auf Synergien geht der Vorstand davon aus, dass wesentliche Synergien insbesondere im Bereich Einkauf, Forschung und Entwicklung sowie Absatz bereits durch die Integration der IVP-Gruppe in die ISRA VISION-Gruppe gehoben werden konnten bzw. gehoben werden. Insofern hat der Vorstand diese Synergien bei seiner Planung auf Basis der Vergangenheitswerte berücksichtigt.

3. Operative Planung – nach Anpassungen des Bewertungsgutachters

223. Der Vorstand der IVP hat die Planung vom 16. April 2021 ausgehend von den unbereinigten Zahlen aus dem letzten Ist-Jahr 2019/20 entwickelt.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der Vergangenheit vorgenommen und insofern auch das letzte Ist-Jahr 2019/20 bereinigt.

Der Bewertungsgutachter hat dann in Abstimmung mit der Gesellschaft die Planungsannahmen des Vorstands (Wachstumsraten) auf die bereinigte Basis bezogen und insoweit die Planung des Vorstands vom 16. April 2021 überplant. Im Ergebnis steigen durch die Anpassungen EBITDA und EBIT in allen Planjahren.

Der Bewertungsgutachter hat ferner auf Basis der Investitionsplanung des Vorstands und der Buchwerte des Anlagevermögens zum Bewertungsstichtag die Abschreibungen neu geplant und dabei insbesondere die PPA-Abschreibungen in der Neuplanung nicht berücksichtigt.

Der Vorstand der IVP hat sich diese Planung zu Eigen gemacht.

224. Die angepasste Planung stellt sich für die Jahre 2020/21 bis 2024/25 wie folgt dar:

IVP SO

in T€	Ist (bereinigt)		Phase I					
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Umsatzerlöse	26.986	30.505	27.571	22.057	25.034	25.785	26.430	26.958
Bestandsveränderungen	996	-2.363	48	-	-	-	-	-
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.949	3.273	3.192	3.119	3.165	3.213	3.261	3.310
Sonstige betriebliche Erträge	286	125	102	103	104	105	106	108
Gesamtleistung	30.217	31.539	30.914	25.278	28.304	29.103	29.797	30.376
Aufwendungen für RHB und für bezogene Waren	-9.317	-8.962	-7.903	-6.639	-7.535	-7.769	-7.971	-8.138
Aufwendungen für bezogene Leistungen	-2.227	-2.227	-3.129	-2.441	-2.746	-2.828	-2.885	-2.943
Materialaufwand	-11.544	-11.189	-11.033	-9.080	-10.281	-10.597	-10.856	-11.081
Rohertrag	18.674	20.350	19.881	16.199	18.023	18.506	18.942	19.295
Löhne und Gehälter	-4.296	-4.811	-5.069	-5.145	-5.274	-5.379	-5.514	-5.652
Soziale Abgaben / Aufwendungen für Altersversorgung	-553	-685	-737	-748	-767	-782	-802	-822
Personalaufwand	-4.850	-5.496	-5.806	-5.894	-6.041	-6.162	-6.316	-6.474
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7.997	-9.216	-8.604	-7.143	-7.474	-7.648	-7.785	-7.862
EBITDA	5.827	5.638	5.470	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960
Abschreibungen SAV+ IAV	-2.356	-2.548	-2.617	-3.013	-3.289	-3.437	-3.468	-3.345
EBIT	3.471	3.090	2.853	149	1.219	1.259	1.372	1.615

Tabelle 19 Operative Planung der Jahre 2020/21 bis 2024/25 – nach Anpassungen des Bewertungsgutachters

225. Die vom Bewertungsgutachter angepassten (operativen) Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen finden sich im Anhang I, Abschnitt G.II.
226. Wir haben diese Planung unseren weiteren Analysen zugrunde gelegt.

VII. Planungsplausibilisierung

227. Wir stellen nachfolgend den Umfang unserer Plausibilisierungshandlungen und das Ergebnis unserer Plausibilisierung vor dem Hintergrund des IDW Praxishinweis 2/2017 (siehe Anhang, Abschnitt H.II) dar.

Wesentliche Grundlage unserer entsprechenden Arbeiten waren dabei insbesondere

- die Gutachtliche Stellungnahme des Bewertungsgutachters,
- unsere Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds,
- unsere Vergangenheitsanalyse und
- die weiteren uns erteilten Auskünfte.

1. Planungsprozess

228. Das Bewertungsobjekt ist entsprechend der Vorgehensweise bei der Planerstellung in der Planung vollständig enthalten.
229. Der grundsätzliche Planungsprozess und der Prozess zur Erstellung der Mittelfristplanung wurden uns erläutert. Die Ausgestaltung des Prozesses gewährleistet es nach unserer Einschätzung jedenfalls, dass die Einschätzung des Managements und die strategische Ausrichtung abgebildet werden.
230. Nach den uns erteilten Auskünften sind alle relevanten und wesentlichen Ereignisse, Entscheidungen und Faktoren, die dem Planungsverantwortlichen zum Zeitpunkt der Planerstellung bekannt waren oder hätten bekannt sein müssen, einbezogen worden.

2. Operative Planung – Aufbereitung IVC

231. Für Analysezwecke haben wir die Planung nach Anpassungen des Bewertungsgutachters weiter verdichtet und um CAPEX- und NWC-Linien ergänzt:

IVP SO

in T€	Ist (bereinigt)		Phase I					
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Umsatzerlöse	26.986	30.505	27.571	22.057	25.034	25.785	26.430	26.958
Bestandsveränderungen	996	-2.363	48	-	-	-	-	-
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.949	3.273	3.192	3.119	3.165	3.213	3.261	3.310
Materialaufwand	-11.544	-11.189	-11.033	-9.080	-10.281	-10.597	-10.856	-11.081
Personalaufwand	-4.850	-5.496	-5.806	-5.894	-6.041	-6.162	-6.316	-6.474
sbA ./.. sbE	-7.711	-9.092	-8.502	-7.039	-7.369	-7.543	-7.679	-7.754
EBITDA	5.827	5.638	5.470	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960
Abschreibungen SAV+ IAV	-2.356	-2.548	-2.617	-3.013	-3.289	-3.437	-3.468	-3.345
EBIT	3.471	3.090	2.853	149	1.219	1.259	1.372	1.615
CAPEX	-2.034	-2.947	-3.113	-3.119	-3.165	-3.213	-3.261	-3.310
NWC	8.093	9.398	6.604	4.940	3.933	3.425	3.041	2.517

Tabelle 20 Operative Planung der Jahre 2020/21 bis 2024/25 – Aufbereitung IVC

232. Die entsprechenden Quoten und Margen stellen sich, bezogen auf die Umsatzerlöse, wie folgt dar:

IVP SO

in %	Ist (bereinigt)		Phase I					
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	3,7%	-7,7%	0,2%	-	-	-	-	-
Andere aktivierte Eigenleistungen	7,2%	10,7%	11,6%	14,1%	12,6%	12,5%	12,3%	12,3%
Materialaufwand	-42,8%	-36,7%	-40,0%	-41,2%	-41,1%	-41,1%	-41,1%	-41,1%
Personalaufwand	-18,0%	-18,0%	-21,1%	-26,7%	-24,1%	-23,9%	-23,9%	-24,0%
sbA ./.. sbE	-28,6%	-29,8%	-30,8%	-31,9%	-29,4%	-29,3%	-29,1%	-28,8%
EBITDA	21,6%	18,5%	19,8%	14,3%	18,0%	18,2%	18,3%	18,4%
Abschreibungen SAV+ IAV	-8,7%	-8,4%	-9,5%	-13,7%	-13,1%	-13,3%	-13,1%	-12,4%
EBIT	12,9%	10,1%	10,3%	0,7%	4,9%	4,9%	5,2%	6,0%
CAPEX	-7,5%	-9,7%	-11,3%	-14,1%	-12,6%	-12,5%	-12,3%	-12,3%
NWC	30,0%	30,8%	24,0%	22,4%	15,7%	13,3%	11,5%	9,3%

Tabelle 21 Operative Planung der Jahre 2020/21 bis 2024/25 (Quoten und Margen) – Aufbereitung IVC

233. Für das Jahr 2020/21 werden nur noch Umsatzerlöse i.H.v. 22.057 T€ erwartet; dies entspricht einem Rückgang von 20,0 % im Vergleich zum Vorjahr. Ausgehend vom Jahr 2020/21 steigen die Umsatzerlöse dann um durchschnittlich 5,1 % p.a. an; am Ende des Detailplanungszeitraums liegen die Umsatzerlöse aber noch unter dem Niveau der Vergangenheitsjahre.

EBITDA- und EBIT-Margen liegen am Ende des Planungszeitraums noch deutlich unter den in der Vergangenheit erzielten Margen.

3. Rechnerische und formelle Konsistenz

234. Wir haben uns die Grundzüge des Planungsmodells in einer Online-Präsentation erläutern lassen; des Weiteren wurden uns Planungsmodelle (vor und nach Anpassungen) zur Verfügung gestellt.

Dabei wurden uns insbesondere die Planüberlegungen des Vorstands der IVP und die ergänzenden Überlegungen des Bewertungsgutachters dargelegt und erläutert, wie die Planung ausgehend von dem letzten Ist-Jahr entwickelt wurde.

235. Wir haben die rechnerische Richtigkeit der uns zur Verfügung gestellten Planungen übernommen und auf Basis unseres IVC-internen Bewertungsmodells nachvollzogen.

Im Hinblick auf die formelle Konsistenz haben wir die Planüberlegungen des Vorstands der IVP mit der Gesellschaft diskutiert und an unseren Analysen gespiegelt.

236. Die rechnerische und formelle Konsistenz der Planung ist nach unserer Analyse insoweit gegeben.

4. Materielle, interne Plausibilität

a) Planungsstände

237. Auftragseingang und Umsatzerlöse stellen sich für das Jahr 2020/21 wie folgt dar:

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 22 Planungsstände für das Budgetjahr 2020/21

238. Die Anpassungen des Auftragseingangs und die Planung der Umsatzerlöse auf Ebene der IVP-Gruppe stehen aus unserer Sicht grundsätzlich mit den uns erläuterten Entwicklungen des Jahres 2020/21, den weiteren Erläuterungen des Vorstands der IVP und der in der Vergangenheit beobachtbaren ambitionierten Zielsetzung in Bezug auf den Auftragseingang im Einklang.

b) Vergangenheitsanalyse

239. Wir haben die Planung mit den Ergebnissen der Vergangenheitsanalyse abgeglichen. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir eine Bereinigung der Vergangenheitsrechnungen vorgenommen und eine Analyse der Planungstreue vorgenommen.

c) ISRA VISION-Planung

240. Weiterhin haben wir Planungsdaten aus dem ISRA VISION-Squeeze out zur Plausibilisierung herangezogen. Zur Erläuterung der einzelnen Planzahlen verweisen wir auf die Gutachtliche Stellungnahme der KPMG, S. 39 ff.
241. Bezogen auf die Umsatzerlöse ergibt sich für die Jahre 2020/21 bis 2024/25 folgendes Bild:

IVP SO

Umsatzerlöse	in T€	Ist (bereinigt)		Phase I				
		2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
IVP		30.505	27.571	22.057	25.034	25.785	26.430	26.958
Wachstumsrate in %			-9,6%	-20,0%	13,5%	3,0%	2,5%	2,0%
Surface Vision (ISRA VISION)		114.801	97.000	105.570	113.924	124.035	136.651	150.316
Wachstumsrate in %			-15,5%	8,8%	7,9%	8,9%	10,2%	10,0%
Industrial Automation (ISRA VISION)		39.100	41.000	47.430	53.611	61.092	68.839	75.723
Wachstumsrate in %			4,9%	15,7%	13,0%	14,0%	12,7%	10,0%

Tabelle 23 Umsatzerlöse IVP-Gruppe im Vergleich zur ISRA VISION-Gruppe

242. Die IVP-Gruppe ist dem Segment Surface Vision zuzuordnen. Das Segment Surface Vision wächst deutlich stärker als die IVP-Gruppe.

Aus Sicht des Vorstands der IVP liegt dies darin begründet, dass die Zielmärkte „Metall“ und „Papier“ deutlich weniger wachsen als andere Zielmärkte (etwa Kunststoffbahnwaren, Glas und Halbleiter), die im Segment Surface Vision erfasst sind.

243. Bezogen auf die operativen Margen (EBITDA und EBIT) ergibt sich für die Jahre 2020/21 bis 2024/25 folgendes Bild:

IVP SO

	Ist (bereinigt)		Phase I				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25

ISRA VISION

Umsatzerlöse	153.901	138.000	153.000	167.535	185.127	205.490	226.039
EBITDA	50.971	41.546	47.496	54.283	63.013	71.089	78.985
EBIT	33.866	23.346	27.454	32.912	39.331	45.725	50.272
EBITDA-Marge in %	33,1%	30,1%	31,0%	32,4%	34,0%	34,6%	34,9%
EBIT-Marge in %	22,0%	16,9%	17,9%	19,6%	21,2%	22,3%	22,2%

IVP

Umsatzerlöse	30.505	27.571	22.057	25.034	25.785	26.430	26.958
EBITDA	5.638	5.470	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960
EBIT	3.090	2.853	149	1.219	1.259	1.372	1.615
EBITDA-Marge in %	18,5%	19,8%	14,3%	18,0%	18,2%	18,3%	18,4%
EBIT-Marge in %	10,1%	10,3%	0,7%	4,9%	4,9%	5,2%	6,0%

Tabelle 24 EBITDA und EBIT IVP-Gruppe im Vergleich zur ISRA VISION-Gruppe

244. Die Margen der IVP-Gruppe lagen in der Vergangenheit deutlich unter den Margen der ISRA VISION-Gruppe. Im Ergebnis werden auf Ebene der ISRA VISION-Gruppe die operativen Margen des Jahres 2018/19 im Planungszeitraum wieder erreicht. Auf Ebene der IVP-Gruppe ist dies nicht der Fall. Auch dies ist jedenfalls bei der Festlegung des nachhaltigen Margenniveaus zu berücksichtigen.

d) Bezogene Leistungen

245. Im Hinblick auf die Angemessenheit der Dienstleistungsvergütung und der Managementvergütung haben wir insbesondere die Abhängigkeitsberichte der IVP analysiert:

Der Vorstand der IVP hat in der Schlusserklärung im Abhängigkeitsbericht der IVP für die Jahre 2017/18 bis 2019/20 jeweils erklärt, dass die IVP bei den im Bericht aufgezeigten Rechtsgeschäften nach den Umständen, die dem Vorstand der IVP im Zeitpunkt bekannt waren, in dem die Rechtsgeschäfte vorgenommen wurden, bei jedem Rechtsgeschäft eine angemessene Gegenleistung erhalten hat. Die getroffenen Maßnahmen gereichten nach den Umständen, die dem Vorstand der IVP zu diesem Zeitpunkt bekannt waren, in dem die Maßnahmen getroffen wurden, aufgrund der erzielten Synergieeffekte und Einsparungen zum Vorteil der IVP.

Der Abschlussprüfer hat in seinem Prüfungsbericht zum Abhängigkeitsbericht jeweils bestätigt, dass die tatsächlichen Angaben des Berichts richtig sind und bei den im Bericht aufgeführten Rechtsgeschäften die Leistung der Gesellschaft nicht unangemessen hoch war und keine Umstände für eine wesentlich andere Beurteilung als die durch den Vorstand sprechen.

Vergangene Betriebsprüfungen haben des Weiteren keine verdeckten Gewinnausschüttungen der IVP-Gruppe an die ISRA VISION und damit im Ergebnis eine unangemessen hohe Vergütung identifiziert. Die konzerninternen Verrechnungspreise im ISRA VISION-Konzern werden von der Finanzverwaltung akzeptiert.

e) Gesamtschau

246. Fragen zu den Annahmen der Planung wurden uns mündlich und schriftlich beantwortet.

Die in der Planung verarbeiteten Annahmen stehen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen in Übereinstimmung. Ferner lassen sich die qualitativen und quantitativen Erläuterungen mit den in der Planung abgebildeten Entwicklungen grundsätzlich abgleichen.

247. Die materielle, interne Plausibilität der Planung ist nach unseren Analysen insoweit gegeben.

5. Materielle, externe Plausibilität

248. Das Umsatzwachstum der IVP-Gruppe haben wir mit den Daten aller Peer Groups plausibilisiert.
249. Die erwarteten Wachstumsraten der Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen der Peer Group „Surface Vision“ und der IVP-Gruppe ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Unternehmen	Ist in %	Ist			Prognose					CAGR Ist	CAGR Prognose
		LFY-2	LFY-1	LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5		
Cognex Corporation			-10,0%	11,8%	19,8%	11,4%	11,9%	7,6%		0,3%	12,6%
Basler Aktiengesellschaft			8,0%	5,2%	19,5%	11,5%	15,6%	7,8%	10,9%	6,6%	13,0%
CyberOptics Corporation			-8,4%	18,3%	9,1%	13,3%				4,1%	11,2%
ViTrox Corporation Berhad			-14,0%	38,5%	18,7%	14,1%	13,7%	44,9%		9,2%	22,2%
Jenoptik AG			2,5%	-10,3%	15,3%	7,8%	5,8%	5,9%	4,9%	-4,1%	7,9%
AMETEK, Inc.			6,5%	-12,0%	7,0%	7,4%	11,7%	28,7%	13,9%	-3,2%	13,5%
Datalogic S.p.A.			-7,2%	-18,1%	17,0%	7,1%	10,3%			-12,8%	11,4%
TKH Group N.V.			2,2%	-13,4%	6,6%	6,0%	3,5%	4,7%	4,1%	-6,0%	4,9%
Teledyne Technologies Incorporated			9,0%	-2,4%	5,8%	5,6%	5,9%			3,1%	5,7%
Keyence Corporation			-6,0%	-2,5%	16,7%	14,4%	8,8%	8,3%	9,6%	-4,3%	11,5%
Aspen Technology, Inc.			17,6%	0,3%	24,5%	1,7%	5,4%			8,6%	10,1%
Minimum			-14,0%	-18,1%	5,8%	1,7%	3,5%	4,7%	4,1%	-12,8%	4,9%
Arithm. Mittelwert			0,0%	1,4%	14,5%	9,1%	9,2%	15,4%	8,7%	0,1%	11,3%
Median			2,2%	-2,4%	16,7%	7,8%	9,5%	7,8%	9,6%	0,3%	11,4%
Maximum			17,6%	38,5%	24,5%	14,4%	15,6%	44,9%	13,9%	9,2%	22,2%
IVP (bereinigt)			13,0%	-9,6%	-20,0%	13,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,1%	-0,4%

Tabelle 25 Umsatzwachstumsraten der Peer Group Surface Vision im Vergleich zur IVP-Gruppe

250. Die erwarteten Wachstumsraten der Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen der Peer Group „Metall“ und der IVP-Gruppe ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Unternehmen	Ist in %	Ist			Prognose					CAGR Ist	CAGR Prognose
		LFY-2	LFY-1	LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5		
ArcelorMittal			-7,1%	-24,6%	13,6%	-3,4%	-3,5%	-1,9%	1,2%	-16,3%	1,0%
Nippon Steel Corporation			8,1%	-4,2%	-16,4%	17,8%	0,7%	-3,5%	0,3%	1,8%	-0,8%
POSCO			-0,9%	-10,2%	9,9%	1,5%	1,1%	-0,8%	2,6%	-5,7%	2,8%
Tata Steel Limited											
JFE Holdings, Inc.			5,3%	-3,7%	-13,9%	20,0%	-0,8%	-4,6%	-0,1%	0,7%	-0,5%
Nucor Corporation			-9,9%	-10,8%	38,7%	-13,0%	-4,3%			-10,4%	4,9%
Hyundai Steel Company			-1,3%	-12,1%	10,0%	2,0%	6,7%			-6,9%	6,2%
United States Steel Corporation			-8,8%	-24,7%	52,5%	-7,9%	1,4%			-17,1%	12,5%
Minimum			-9,9%	-24,7%	-16,4%	-13,0%	-4,3%	-4,6%	-0,1%	-17,1%	-0,8%
Arithm. Mittelwert			-2,1%	-12,9%	13,5%	2,4%	0,2%	-2,7%	1,0%	-7,7%	3,7%
Median			-1,3%	-10,8%	10,0%	1,5%	0,7%	-2,7%	0,7%	-6,9%	2,8%
Maximum			8,1%	-3,7%	52,5%	20,0%	6,7%	-0,8%	2,6%	1,8%	12,5%
IVP (bereinigt)			13,0%	-9,6%	-20,0%	13,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,1%	-0,4%

Tabelle 26 Umsatzwachstumsraten der Peer Group Metall im Vergleich zur IVP-Gruppe

251. Die erwarteten Wachstumsraten der Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen der Peer Group „Aluminium“ und der IVP-Gruppe ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Unternehmen	Ist in %	Ist			Prognose					CAGR Ist	CAGR Prognose
		LFY-2	LFY-1	LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5		
Aluminum Corporation of China Limited											
United Company RUSAL, International Public Joint-Stock Company			-5,5%	-11,8%	23,9%	6,1%	13,9%	-12,3%		-8,7%	7,1%
Rio Tinto Group			6,5%	3,3%	23,7%	-15,7%	-7,3%	-10,0%	-8,6%	4,9%	-4,5%
Alcoa Corporation			-22,2%	-11,0%	11,0%	-0,3%	1,6%			-16,8%	4,0%
Norsk Hydro ASA			-6,0%	-7,8%	8,0%	3,6%	0,3%	4,6%		-6,9%	4,1%
Century Aluminum Company			-3,0%	-12,6%	15,6%	9,4%	9,6%			-7,9%	11,5%
Hindalco Industries Limited											
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.			70,3%	-12,3%	32,4%	61,1%	35,0%	27,8%	15,6%	22,2%	33,6%
Minimum			-22,2%	-12,6%	8,0%	-15,7%	-7,3%	-12,3%	-8,6%	-16,8%	-4,5%
Arithm. Mittelwert			6,7%	-8,7%	19,1%	10,7%	8,9%	2,5%	3,5%	-2,2%	9,3%
Median			-4,3%	-11,4%	19,6%	4,8%	5,6%	-2,7%	3,5%	-7,4%	5,6%
Maximum			70,3%	3,3%	32,4%	61,1%	35,0%	27,8%	15,6%	22,2%	33,6%
IVP (bereinigt)			13,0%	-9,6%	-20,0%	13,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,1%	-0,4%

Tabelle 27 Umsatzwachstumsraten der Peer Group „Aluminium“ im Vergleich zur IVP-Gruppe

252. Die erwarteten Wachstumsraten der Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen der Peer Group „Papier“ und der IVP-Gruppe ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Unternehmen	Ist in %	Ist			Prognose					CAGR Ist	CAGR Prognose
		LFY-2	LFY-1	LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5		
International Paper Company			-4,0%	-8,0%	5,8%	0,8%	1,2%	5,2%	1,0%	-6,0%	2,8%
Oji Holdings Corporation			4,4%	-2,8%	-9,8%	4,2%	1,6%	1,6%	1,9%	0,7%	-0,3%
UPM-Kymmene Oyj			-2,3%	-16,2%	2,2%	3,6%	6,0%	8,0%	5,4%	-9,5%	5,0%
Nippon Paper Industries Co., Ltd.			2,1%	-2,3%	-4,4%	3,8%	0,7%	-2,4%	0,2%	-0,1%	-0,4%
Smurfit Kappa Group Plc			1,1%	-5,7%	4,9%	4,4%	6,0%	1,2%	2,8%	-2,4%	3,8%
Sappi Limited			-1,0%	-19,8%	12,2%	7,6%	3,2%	24,3%		-10,9%	11,5%
Resolute Forest Products Inc.			-22,2%	-4,2%	17,9%	-4,5%	-8,0%	-2,4%		-13,7%	0,3%
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ)			4,6%	-6,9%	-12,7%	3,3%	4,6%	-5,8%		-1,3%	-2,9%
Minimum			-22,2%	-19,8%	-12,7%	-4,5%	-8,0%	-5,8%	0,2%	-13,7%	-2,9%
Arithm. Mittelwert			-3,1%	-8,4%	4,1%	2,8%	1,5%	5,1%	2,2%	-6,0%	3,2%
Median			0,1%	-6,3%	3,5%	3,7%	2,4%	1,4%	1,9%	-4,2%	1,5%
Maximum			4,6%	-2,3%	17,9%	7,6%	6,0%	24,3%	5,4%	0,7%	11,5%
IVP (bereinigt)			13,0%	-9,6%	-20,0%	13,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,1%	-0,4%

Tabelle 28 Umsatzwachstumsraten der Peer Group „Papier“ im Vergleich zur IVP-Gruppe

253. Das Umsatzwachstum der IVP-Gruppe im Jahr 2018/19 (13,0%) steht im Zusammenhang mit dem Ausscheiden aus dem chinesischen Papiermarkt („letztmalige“ Umsätze).

Das Wachstum der Unternehmen im Bereich Surface Vision wird deutlich von den relevanten Zielmärkten getrieben. Die IVP-Gruppe ist in Zielmärkten tätig, die im Gesamtvergleich deutlich geringere Wachstumsaussichten aufweisen (Peer Groups „Metall“, Aluminium“ und „Papier“ im Vergleich zur Peer Group „Surface Vision“).

254. Die EBIT-Marge der IVP-Gruppe haben wir mit den Daten der Peer Group aus dem Bereich „Surface Vision“ plausibilisiert.
255. Die erwarteten EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen aus der Peer Group „Surface Vision“ und der IVP-Gruppe ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Unternehmen	Ist				Prognose					Ø	Ø
	in %	LFY-2	LFY-1	LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5	Ist	Prognose
Cognex Corporation	27,4%	19,7%	25,4%		30,6%	32,3%	30,9%	28,7%		24,2%	30,6%
Basler Aktiengesellschaft	16,9%	10,9%	12,6%		14,3%	14,5%	14,7%	14,5%		13,5%	14,5%
CyberOptics Corporation	5,2%	1,6%	8,6%		9,6%	11,7%				5,1%	10,7%
ViTrox Corporation Berhad	48,0%	48,3%	43,4%		26,3%	27,2%	27,3%	27,2%		46,6%	27,0%
Jenoptik AG	11,6%	10,8%	10,0%		11,7%	12,4%	12,5%	13,4%		10,8%	12,5%
AMETEK, Inc.	21,9%	22,2%	23,1%		24,1%	24,8%	25,2%	26,6%		22,4%	25,2%
Datalogic S.p.A.	13,6%	11,0%	6,2%		9,4%	10,3%	10,3%			10,3%	10,0%
TKH Group N.V.	9,1%	8,0%	6,2%		7,7%	8,7%	10,4%	10,7%		7,7%	9,4%
Teledyne Technologies Incorporated	15,1%	15,9%	16,6%		17,0%	17,9%	18,5%			15,9%	17,8%
Keyence Corporation	54,2%	51,1%	52,3%		53,0%	54,2%	55,8%	56,1%		52,5%	54,8%
Aspen Technology, Inc.	41,3%	47,1%	43,0%		58,0%	53,5%	52,9%			43,8%	54,8%
Minimum	5,2%	1,6%	6,2%		7,7%	8,7%	10,3%	10,7%	-	5,1%	9,4%
Arithm. Mittelwert	24,0%	22,4%	22,5%		23,8%	24,3%	25,8%	25,3%		23,0%	24,3%
Median	16,9%	15,9%	16,6%		17,0%	17,9%	21,8%	26,6%		15,9%	17,8%
Maximum	54,2%	51,1%	52,3%		58,0%	54,2%	55,8%	56,1%	-	52,5%	54,8%
IVP (bereinigt)	12,9%	10,1%	10,3%		0,7%	4,9%	4,9%	5,2%	6,0%	11,1%	4,3%

Tabelle 29 EBIT-Margen der Peer Group „Surface Vision“ im Vergleich zur IVP-Gruppe

256. Die EBIT-Margen der IVP-Gruppe liegen unter den Peer Group-Margen. Dies ist – unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wertschöpfungstiefe der einzelnen Unternehmen – jedenfalls bei der Einschätzung des nachhaltigen Margenniveaus zu beachten.
257. Die materielle, externe Plausibilität der Planung ist nach unseren Analysen insoweit gegeben.

6. Zwischenergebnis

258. Auf Basis des IDW Praxishinweis 2/2017 haben wir Analysehandlungen zur Einschätzung der Plausibilität der Planung der IVP-Gruppe vorgenommen. Neben allgemeinen Maßstäben für die Planungsbeurteilung haben wir die rechnerische und formale Plausibilität sowie die materielle interne und die materielle externe Plausibilität geprüft.
259. Wir haben unsere Analysehandlungen vorstehend dargestellt; Einschränkungen haben sich insbesondere aufgrund der vorliegenden Datenlage ergeben, deren Qualität jedoch insgesamt im Einklang mit der zu erwartenden Qualität für ein Unternehmen der Größe der IVP-Gruppe steht. Insgesamt erachten wir die von uns vorgenommenen Analysehandlungen für ausreichend, um die Plausibilität der Planung als Grundlage der Bewertung für den vorliegenden Zweck beurteilen zu können.
260. Die der Planung der IVP-Gruppe zugrunde gelegten Annahmen sind insoweit plausibel, d.h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen.

Allerdings ist auch nach unserer Einschätzung am Ende des Detailplanungszeitraums noch kein nachhaltiges Umsatz- und Margenniveau erreicht.

VIII. Konvergenzphase und Terminal Value

1. Notwendigkeit einer Konvergenzphase

261. Die ewige Rente ist unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54).
262. Bei der Ermittlung der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Als wesentliche Kennzahlen sind hier die Umsatzrendite, EBITDA, EBIT und die Eigenkapitalrendite heranzuziehen. Anhaltspunkte für nachhaltig erzielbare Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie Branchenkennzahlen ergeben (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57).
263. Die Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses setzt voraus, dass sich die Gesellschaft in einem eingeschwungenen Zustand befindet. Das nachhaltige Ergebnis ist entsprechend auf Basis einer Erfolgsgröße zu bilden, die über zyklische Schwankungen hinweg als nachhaltig erzielbar angesehen werden kann. In der Regel kann dies über die Wahl eines hinreichend langen Planungshorizonts gewährleistet werden, um zumindest einen Ergebniszyklus vollständig abgebildet zu haben und um ein im Schnitt der Schwankungsbreite liegendes Ergebnis der Berechnung des Terminal Value (auch: ewige Rente oder Phase II) zugrunde legen zu können.
264. Der Bewertungsgutachter kommt im vorliegenden Fall auch auf Basis der Einschätzung der Gesellschaft zum Ergebnis, dass die Gesellschaft sich zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet (vgl. Gutachtliche Stellungnahme, S. 71):
265. Wir haben
- die Erläuterungen des Bewertungsgutachters im Hinblick auf
 - die Notwendigkeit einer Konvergenzphase und
 - die Festlegung der nachhaltigen Marge und des nachhaltigen Ergebnisniveaus
 - nachvollzogen und diese unseren eigenen Analysen
 - zum Markt- und Wettbewerbsumfeld,
 - der Vergangenheit,
 - der Planung im Detailplanungszeitraum,
 - der Ertragskraft der Peer Group-Unternehmen sowie
 - des Geschäftsmodells der IVP-Gruppe und der im Unternehmenskonzept hinterlegten Ertragskraft

gegenübergestellt.

-
266. Wir teilen die Einschätzung des Bewertungsgutachters, dass die Gesellschaft zum Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand ist.

Wir sehen entsprechend ebenfalls Möglichkeiten für ein weiteres Wachstum der Umsatzerlöse und zur Margenverbesserung; dies sollte auch nach unserer Auffassung über eine Konvergenzphase abgebildet werden.

267. Der Bewertungsgutachter hat die Höhe des nachhaltigen Umsatzniveaus auf Basis des Verhältnisses aus Gesamtleistung zur Anzahl der Mitarbeiter im Jahr 2017/18 und auf Basis der ab dem Planjahr 2020/21 konstant geplanten Anzahl von Mitarbeitern abgeschätzt.

Wir haben diese Abschätzung unseren Analysen zur Entwicklung der Vergangenheit, des Marktes und den Erläuterungen des Vorstands gegenübergestellt und haben die aus unserer Sicht plausible Abschätzung des Bewertungsgutachters übernommen.

268. Der Bewertungsgutachter hat die einzelnen Ergebnislinien auf Basis von Detailannahmen zur Entwicklung einzelner Kostenarten fortgeschrieben.

Wir haben uns zur Ableitung einer Marge an den bereinigten Ist-Margen der IVP-Gruppe und den Margen der Peer Group-Unternehmen orientiert und uns von folgenden Überlegungen leiten lassen:

- Die bereinigte Marge des letzten Ist-Jahres beträgt 10,3 %; diese Marge enthält bereits Corona-Effekte. Insofern erachten wir es auf Basis der erhaltenen Informationen jedenfalls als nicht plausibel, dass die Marge des letzten Ist-Jahres nachhaltig unterschritten wird.
- Der Vorstand hat uns seine Markterwartungen erläutert; er sieht demnach absatzseitig einen hohen Wettbewerbsdruck und beschaffungsseitig einen hohen Kostendruck. Wir erachten es vor dem Hintergrund unserer Marktanalysen und der Erläuterungen des Vorstands auf Basis der uns vorliegenden Informationen als grundsätzlich nicht plausibel, dass die IVP-Gruppe nachhaltig bessere Margen als in der Vergangenheit erzielen wird.
- Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit nicht das durchschnittliche Margenniveau der Surface Vision Peer Group und der ISRA VISION erreicht und erreicht dies auch nicht in der Planung; die IVP sieht hier insbesondere die geringere Wertschöpfungstiefe der IVP-Gruppe und die weniger attraktiven Absatzmärkte „Metall“ und „Papier“ als Grund. Wir erachten es insofern jedenfalls auch nicht als plausibel, die Marge der Peer Group oder der ISRA VISION als nachhaltige Marge einzuschätzen.

Wir haben vor diesem Hintergrund in unserer eigenen Bewertung eine nachhaltige EBIT-Marge i.H.v. 13,0 % angesetzt und – ausgehend vom Jahr 2024/25 – einen geglätteten Übergang in der Konvergenzphase vorgesehen.

2. Fortschreibung der operativen Planung und Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus

269. Umsatzerlöse und operative Ergebnisse entwickeln sich dann in der Konvergenzphase und im Terminal Value wie folgt:

IVP SO

	Ist (bereinigt)		Phase I					Phase II					TV
in T€	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28		
Umsatzerlöse	26.986	30.505	27.571	22.057	25.034	25.785	26.430	26.958	28.573	30.186	31.799	32.037	
OPEX	-21.159	-24.867	-22.100	-18.894	-20.526	-21.089	-21.589	-21.999	-22.986	-23.742	-24.397	-24.417	
EBITDA	5.827	5.638	5.470	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960	5.586	6.444	7.402	7.620	
Abschreibungen	-2.356	-2.548	-2.617	-3.013	-3.289	-3.437	-3.468	-3.345	-3.207	-3.225	-3.268	-3.455	
EBIT	3.471	3.090	2.853	149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.379	3.219	4.134	4.165	
CAPEX	-2.034	-2.947	-3.113	-3.119	-3.165	-3.213	-3.261	-3.310	-3.376	-3.444	-3.512	-3.550	
NWC	8.093	9.398	6.604	4.940	3.933	3.425	3.041	2.517	2.885	3.264	3.649	3.676	

Tabelle 30 Operative Planung und Terminal Value – IVC

270. Die entsprechenden Quoten und Margen stellen sich, bezogen auf die Umsatzerlöse, wie folgt dar:

IVP SO

	Ist (bereinigt)		Phase I					Phase II					TV
in %	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28		
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
OPEX	-78,4%	-81,5%	-80,2%	-85,7%	-82,0%	-81,8%	-81,7%	-81,6%	-80,4%	-78,7%	-76,7%	-76,2%	
EBITDA	21,6%	18,5%	19,8%	14,3%	18,0%	18,2%	18,3%	18,4%	19,6%	21,3%	23,3%	23,8%	
Abschreibungen	-8,7%	-8,4%	-9,5%	-13,7%	-13,1%	-13,3%	-13,1%	-12,4%	-11,2%	-10,7%	-10,3%	-10,8%	
EBIT	12,9%	10,1%	10,3%	0,7%	4,9%	4,9%	5,2%	6,0%	8,3%	10,7%	13,0%	13,0%	
CAPEX	-7,5%	-9,7%	-11,3%	-14,1%	-12,6%	-12,5%	-12,3%	-12,3%	-11,8%	-11,4%	-11,0%	-11,1%	
NWC	30,0%	30,8%	24,0%	22,4%	15,7%	13,3%	11,5%	9,3%	10,1%	10,8%	11,5%	11,5%	

Tabelle 31 Operative Planung und Terminal Value (Quoten und Margen) – IVC

271. Wachstum der Umsatzerlöse und Margenverbesserungen stellen sich zusammengefasst wie folgt dar:

IVP SO

	Ist (bereinigt)		Phase I					Phase II				TV	
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28		
Umsatzerlöse - Wachstum in %			13,0%	-9,6%	-20,0%	13,5%	3,0%	2,5%	2,0%	6,0%	5,6%	5,3%	0,75%
EBIT-Marge - Veränderung in %-Punkten			-2,7%	0,2%	-9,7%	4,2%	0,0%	0,3%	0,8%	2,3%	2,3%	2,3%	0,0%

Tabelle 32 Operative Planung und Terminal Value (Wachstum und Margenverbesserung) – IVC

272. Umsatzerlöse und operative Ergebnisse liegen am Ende der Konvergenzphase dann deutlich über dem Niveau der Vergangenheitsjahre.

Die operativen Ergebnisse werden einerseits von weiteren Umsatzsteigerungen, insbesondere aber von deutlichen Margenverbesserungen in der Konvergenzphase getrieben.

3. Wachstumsabschlag

273. Die finanziellen Überschüsse werden auch durch Preisänderungen beeinflusst. Zu erwartende Preissteigerungen werden bei der Unternehmensbewertung im Rahmen einer Nominalrechnung berücksichtigt. Die finanziellen Überschüsse und der Kapitalisierungszinssatz sind in einer Nominalrechnung einschließlich erwarteter Preissteigerungen zu veranschlagen. Ebenso enthält der landesübliche risikofreie Zinssatz, der bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes einen Bestandteil des Kapitalisierungszinssatzes darstellt, eine Geldentwertungsprämie und ist damit eine Nominalgröße. Ferner können nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Absatzausweitungen /-einbrüche, Kosteneinsparungen) Ursachen für Veränderungen der nominalen finanziellen Überschüsse sein (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 94 f.).
274. Für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse kann die erwartete Geldentwertungsrate daher nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf den Beschaffungsmärkten gegenüberstellt, können mehr oder weniger stark von dieser Geldentwertungsrate abweichen und sind zudem meist für die jeweiligen Einsatzfaktoren unterschiedlich hoch. Darüber hinaus kann nicht ohne weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen voll auf die Kunden überwältzt werden können. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwältzt werden können und darüber hinaus Mengen- und Strukturänderungen zu erwarten sind (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 96).
275. Während das Wachstum in der Detailplanungsphase direkt in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet wird, erfordert die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente zunächst eine eingehende Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionserfordernisse. Wachsen die finanziellen Überschüsse unendlich lange mit konstanter Rate, ist zur Barwertermittlung der erste finanzielle Überschuss dieser Reihe mit einem um die Wachstumsrate verminderten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 96 f.).
276. Ursächlich für nicht konstante nachhaltige finanzielle Überschüsse eines Unternehmens können
- rein realwirtschaftliche (positive und negative) Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines operativen Wachstums (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie
 - rein nominale, d.h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (inflationsbedingtes Wachstum)

sein (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Rn. A 452 f.).

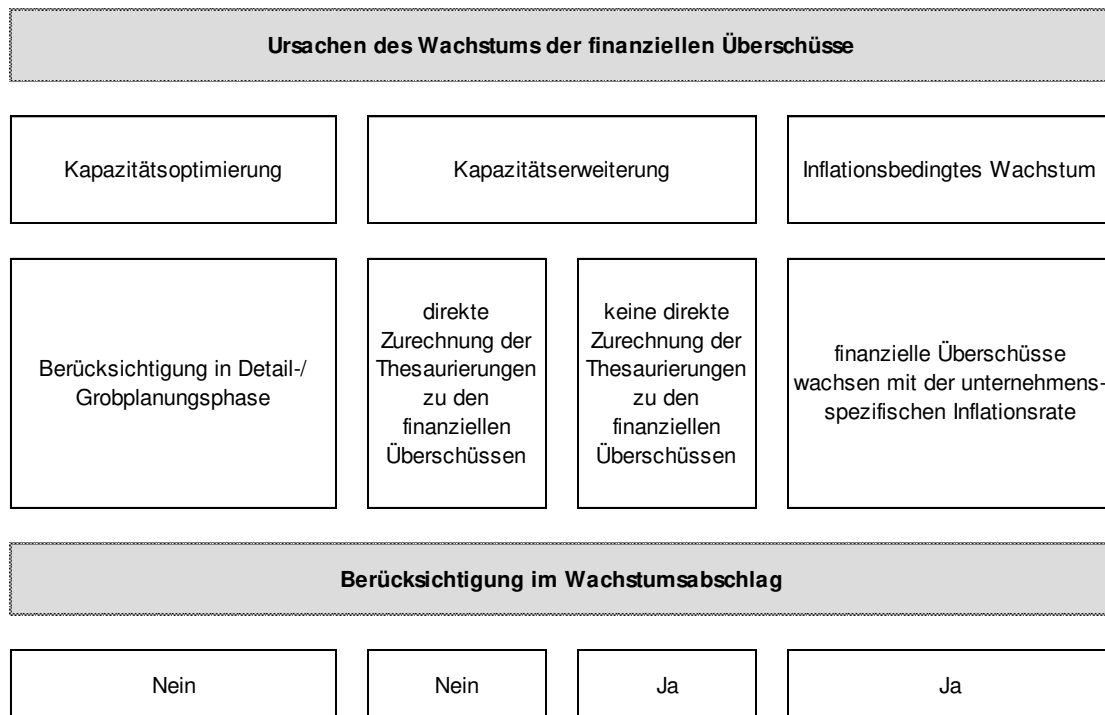
277. Das Gewinnwachstum von Unternehmen resultiert somit neben dem inflationären Wachstum insbesondere aus realem Unternehmenswachstum infolge von Kapazitätsoptimierungen und (echten) Erweiterungsinvestitionen, die über Kapazitätsoptimierungen hinausgehen.

Auch die (echten) Erweiterungsinvestitionen bedürfen einer Finanzierung. Im Terminal Value erfolgt diese Finanzierung entsprechend der nachhaltigen Kapitalstruktur als Mischung aus Fremdkapitalaufnahmen und Eigenkapitalthesaurierungen.

Ein höheres Wachstum aus (echten) Erweiterungsinvestitionen geht somit zwar mit höheren Gewinnen, gleichzeitig aber auch mit verringerten Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber einher. Eine Wertsteigerung des Unternehmens ergibt sich nur dann, wenn die (echten) Erweiterungsinvestitionen eine höhere Rendite erwirtschaften als ihre Kapitalkosten.

278. Bei der Unternehmensbewertung werden Kapazitätsoptimierungen regelmäßig in der Detailplanungs- oder in einer Konvergenzphase verarbeitet. Für den Terminal Value (nach Eintritt des eingeschwungenen Zustands) wird dann regelmäßig davon ausgegangen, dass (echte) Erweiterungsinvestitionen nur noch ihre Kapitalkosten verdienen; vereinfachend kann dann auf die Abschätzung des Wachstumspotenzials (aus (echten) Erweiterungsinvestitionen) verzichtet werden, da dieses keinen Werteffekt mehr hat:

IVP SO



Quelle: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Rn. A 451.

Abbildung 21 Wachstumsquellen und deren Berücksichtigung im Bewertungskalkül

-
279. Im Hinblick auf das preisbedingte Wachstum haben wir zunächst allgemeine Studien / Beiträge zur Überwältzbarkeit von Preissteigerungen herangezogen. In diesen wird diskutiert, dass aufwandsseitige Preissteigerungen nicht vollumfänglich weitergegeben werden können.
280. Zur Abschätzung der Höhe der Inflationserwartungen haben wir uns am Inflationsziel der EZB i.H.v. 2,0 % sowie den aktuellen Ergebnissen des ECB Survey of Professional Forecasters, April 2021¹, orientiert, wonach die durchschnittlichen langfristigen Inflationsprognosen bei 1,7 % liegen.
281. Ferner war bei der Festlegung der Höhe des Wachstumsabschlags im vorliegenden Fall zu berücksichtigen, dass der nachhaltige Basiszinssatz vor persönlichen Steuern i.H.v. 0,30 % festgesetzt worden ist; volkswirtschaftliche Studien zeigen demgegenüber für lange Zeiträume bereits eine Realverzinsung von 2,0 %.
282. Vor diesem Hintergrund wäre bei einer entsprechenden für die Zukunft erwarteten Realzinsforderung im Basiszinssatz implizit nur eine deflationäre nachhaltige Inflationserwartung angesetzt.
283. Für die Überleitung von der Inflationserwartung zum Wachstumsabschlag ist konzeptionell auch das Insolvenzrisiko der IVP zu berücksichtigen, welches zu einer betragsmäßigen Reduktion des Wachstumsabschlags führt.
284. Zur Abschätzung des Insolvenzrisikos IVP haben wir langfristige Ausfallwahrscheinlichkeiten für Unternehmen verschiedener Ratingklasse weltweit und in Europa im langen Durchschnitt untersucht.
- Im Ergebnis schätzen wir das Insolvenzrisiko der IVP-Gruppe auf jedenfalls unter 1,00 % p.a.
285. Für die Bewertung der IVP-Gruppe haben wir dann unter Berücksichtigung aller vorstehenden Aspekte in einer Gesamtschau für das operative Ergebnis wie für Investitionen und Capital Employed (Anlagevermögen und Net Working Capital) im Terminal Value eine Wachstumsrate (Wachstumsabschlag) i.H.v. 0,75 % (Bewertungsgutachter: 1,50 %) angesetzt.
286. Dieser Wachstumsabschlag ist nicht zwingend um Steuereinflüsse (Veräußerungsgewinnbesteuerung) zu kürzen (vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung (2018), Kap. A Tz. 453 f.). Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag um Steuereinflüsse gekürzt. Wir haben im vorliegenden Fall ebenfalls Steuereinflüsse berücksichtigt und diese direkt bei der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse verarbeitet.
287. Folgt man der aktuellen Rechtsprechung der Obergerichte (etwa OLG Frankfurt am Main), ist dieses Vorgehen sachgerecht.

¹ Vgl. The ECB Survey of Professional Forecasters – Second quarter of 2021, S. 3; [The ECB Survey of Professional Forecasters - Second quarter of 2021 \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/survey/20210401/survey20210401.en); zuletzt abgerufen am 12. Mai 2021.

IX. Zu kapitalisierende Ergebnisse

1. Überblick

288. Zur Bestimmung der zu kapitalisierenden Ergebnisse sind folgende Größen festzulegen:
- Zinsergebnis auf Grundlage des durch Fremdkapital gedeckten Finanzierungsbedarfs entsprechend der Planung des Capital Employed sowie eventuellem Aufbau von Excess Cash,
 - Steuern auf Unternehmensebene,
 - Ausschüttungen auf Grundlage des nicht durch Fremdkapital und mithin durch Eigenkapital (Thesaurierung) gedeckten Finanzierungsbedarfs entsprechend der Planung des Capital Employed sowie eventuellem Aufbau von Excess Cash,
 - Besteuerung der Ausschüttungen.
289. Der Bewertungsgutachter hat eine entsprechende Planung vorgenommen und hat die (wesentlichen) Annahmen in Abstimmung mit der Gesellschaft getroffen. Wir beschreiben nachfolgend unser Vorgehen.

2. Finanzierungsbedarf, Finanzierungsannahmen und Zinsergebnis

290. Die Planung des Anlagevermögens und des Umlaufvermögens (Capital Employed) definiert den Finanzierungsbedarf eines Unternehmens:

IVP SO

in T€	Ist 2019/20	Phase I 2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	Phase II 2025/26	2026/27	2027/28	Δ 2019/20 vs. 2027/28
Anlagevermögen	12.465	12.571	12.447	12.223	12.016	11.981	12.150	12.369	12.614	148
Aktiva	17.964	15.174	14.876	14.591	14.409	14.048	14.846	15.640	16.441	-1.523
Passiva	-11.359	-10.234	-10.943	-11.166	-11.368	-11.531	-11.961	-12.376	-12.792	-1.433
Net Working Capital	6.604	4.940	3.933	3.425	3.041	2.517	2.885	3.264	3.649	-2.955
Capital Employed	19.070	17.511	16.380	15.648	15.057	14.498	15.036	15.633	16.263	-2.807

Tabelle 33 Capital Employed und Finanzierungsbedarf – IVC

291. Wir haben das Capital Employed im Wesentlichen auf Basis folgender Prämissen entwickelt:
- Anlagevermögen: Investitions- und Abschreibungsplanung der Gesellschaft.
 - Net Working Capital: Planung der Gesellschaft mit folgenden Ausnahmen:
 - Planung der betriebsnotwendigen Liquidität i.H.v. 1/12 der OPEX (entsprechend dem Vorgehen des Bewertungsgutachters und konsistent zur Bestimmung des Verschuldungsgrads beim Unlevering, siehe Abschnitt D.X.4.a).

- Planung der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung auf Basis des Materialaufwands und des Personalaufwands unter Annahme einer Kreditorenlaufzeit (DPO) von 30 Tagen (entsprechend dem Vorgehen des Bewertungsgutachters und entsprechend der Ableitung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität, siehe Abschnitt D.XI.2.a).
- Planung der sonstigen Verbindlichkeiten und der erhaltenen Anzahlungen, die wir – insofern auch abweichend vom Bewertungsgutachter – mit den Umsatzerlösen weiterentwickelt haben.
- In der Übergangsphase haben wir mit Ausnahme der sonstigen Verbindlichkeiten und der erhaltenen Anzahlungen die grundsätzliche Planungslogik des Bewertungsgutachters übernommen.

292. Über den Planungs- und Fortschreibungszeitraum ergibt sich aufgrund

- der Veränderung des Anlagevermögens ein Finanzierungsbedarf i.H.v. 148 T€ und
- aufgrund des Abbaus von Net Working Capital ein Finanzierungsüberschuss i.H.v. 2.955 T€.

293. Der sich insgesamt i.H.v. 2.807 T€ ergebende Finanzierungsüberschuss kann zum Abbau von verzinslichem Fremdkapital oder zum Aufbau von verzinslichen Vermögenswerten und / oder zur Finanzierung von (weiteren) Ausschüttungen genutzt werden.

Im vorliegenden Fall sind wir dem Vorgehen des Bewertungsgutachters (v.a. Aufbau verzinslicher Vermögenswerte) gefolgt.

Im Ergebnis führt der Aufbau der verzinslichen Vermögenswerte dazu, dass das „verschuldete“ Beta im Planungsverlauf zunächst über und dann unter dem Asset Beta liegt (siehe Text 348); die frei werdenden Mittel wirken somit im Ertragswertverfahren über die im Zeitverlauf sinkenden Eigenkapitalkosten auf den Unternehmenswert.

294. Die zusammengefasste Bewertungsbilanz ergibt sich dann i.V.m. den weiteren Ausschüttungsannahmen (keine echte Thesaurierung) wie folgt (zu weiteren Einzelheiten siehe Anhang I, Abschnitt G.IV):

IVP SO

in T€	Ist	Phase I				Phase II				TV
	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
Anlagevermögen	12.465	12.571	12.447	12.223	12.016	11.981	12.150	12.369	12.614	12.708
Net Working Capital	6.604	4.940	3.933	3.425	3.041	2.517	2.885	3.264	3.649	3.676
Capital Employed	19.070	17.511	16.380	15.648	15.057	14.498	15.036	15.633	16.263	16.385
Eigenkapital	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.862
Excess Cash	-	-1.676	-2.929	-3.789	-4.515	-5.216	-4.708	-4.142	-3.542	-3.569
Total Debt	2.333	2.450	2.572	2.701	2.836	2.978	3.007	3.037	3.068	3.091
Financing Assets	19.070	17.511	16.380	15.648	15.057	14.498	15.036	15.633	16.263	16.385

Tabelle 34 Bewertungsbilanz – IVC

295. Dabei haben wir – wie auch der Bewertungsgutachter – die nicht betriebsnotwendige Liquidität am technischen Bewertungsstichtag in vollem Umfang fiktiv ausgeschüttet (siehe Anhang I, Abschnitt G.IV).
296. Die Zinsannahmen des Bewertungsgutachters haben wir schon aus Wesentlichkeitsgründen grundsätzlich übernommen. Allerdings haben wir die sich im Planungszeitraum aufbauenden finanziellen Vermögenswerte („Excess Cash“) mit dem Basiszinssatz (0,30 %; Excess Cash Beta = 0,00) verzinst.
297. Das Ergebnis vor Unternehmenssteuern ergibt sich dann ausgehend von den operativen Ergebnissen wie folgt:

IVP SO

in T€	Phase I			Phase II					TV
	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
EBIT	149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.379	3.219	4.134	4.165
Zinsertrag	-	5	9	11	14	16	14	12	11
Zinsaufwand (-)	-28	-30	-31	-33	-35	-36	-37	-37	-37
EBT	121	1.195	1.237	1.351	1.594	2.359	3.196	4.109	4.138

Tabelle 35 Ergebnis vor Unternehmenssteuern (EBT)

3. Unternehmenssteuern

298. Das Ergebnis der IVP-Gruppe unterliegt im Inland der Körperschaft- und Gewerbesteuer sowie im Ausland ausländischen Unternehmenssteuern. Wir haben – wie auch der Bewertungsgutachter – einen Konzernsteuersatz i.H.v. 30,00 % angesetzt.

Nutzbare inländische und ausländische Verlustvorträge bestehen nicht.

299. Das Ergebnis nach Unternehmenssteuern ergibt sich ausgehend von dem Ergebnis vor Unternehmenssteuern wie folgt:

IVP SO

Ertragswert	in T€	Phase I				Phase II				TV
		2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
EBT		121	1.195	1.237	1.351	1.594	2.359	3.196	4.109	4.138
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag (-)		-36	-358	-371	-405	-478	-708	-959	-1.233	-1.241
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		85	836	866	946	1.116	1.651	2.238	2.876	2.897
Effektiver Unternehmensteuersatz		30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%

Tabelle 36 Ergebnis nach Unternehmenssteuern

4. Ausschüttungspotenzial und Ausschüttungsannahmen

300. Das Ausschüttungspotenzial ergibt sich unter Berücksichtigung des Finanzierungsbedarfs ausgehend von den Ergebnissen nach Unternehmenssteuern wie folgt:

IVP SO

Ertragswert	in T€	Phase I				Phase II				TV
		2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		85	836	866	946	1.116	1.651	2.238	2.876	2.897
Echte Thesaurierung (-)		-	-	-	-	-	-	-	-	-126
Ausschüttungs-/Rückzahlungspotenzial		85	836	866	946	1.116	1.651	2.238	2.876	2.771

Tabelle 37 Ausschüttungspotenzial

301. Der Bewertungsgutachter geht für den Planungszeitraum von keiner (echten) Thesaurierung aus. Dem sind wir in unserer eigenen Bewertung gefolgt.

Für den Terminal Value haben wir die echte Thesaurierung i.H.v. 126 T€ angesetzt (bilanzielles Eigenkapital Ende 2027/28 i.H.v. 16.862 T€ x Wachstumsabschlag i.H.v. 0,75 %).

302. Der Bewertungsgutachter geht weiterhin für den Planungszeitraum von einer echten Ausschüttung i.H.v. 25,0 % bzw. von einer pauschalen Thesaurierung i.H.v. 75,0 % aus und begründet dies mit den Ausschüttungsquoten der Peer Group.

Wir haben dies plausibilisiert (siehe hierzu Anhang, Abschnitt G.V.4) und sind dem in unserer eigenen Bewertung gefolgt.

303. Für den Terminal Value setzt der Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote i.H.v. 50,0 % an und begründet dies mit einer durchschnittlichen am Markt beobachtbaren Ausschüttungsquote.

Wir haben auch diese Typisierung über eine durchschnittliche am Markt beobachtbare Ausschüttungsquote plausibilisiert und sind ihr, bezogen auf das Ergebnis nach Unternehmenssteuern, in unserer eigenen Bewertung gefolgt.

304. Das zu kapitalisierende Ergebnis ergibt sich dann ausgehend vom Ausschüttungspotenzial wie folgt:

IVP SO

Ertragswert	in T€	Phase I				Phase II				TV
		2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
Ausschüttungs-/Rückzahlungspotential		85	836	866	946	1.116	1.651	2.238	2.876	2.771
Ausschüttungen										
Ausschüttung / Dividende (-)		21	209	216	236	279	413	559	719	1.448
Pauschale Thesaurierung (kapitalwertneutrale Wiedera		64	627	649	709	837	1.238	1.678	2.157	1.323
Persönliche Steuer										
auf Ausschüttungen (-)		-6	-55	-57	-62	-74	-109	-148	-190	-382
auf Pauschale Thesaurierung (-)		-8	-83	-86	-94	-110	-163	-221	-284	-174
auf Inflationsbedingte Wertsteigerungen (-)		-	-	-	-	-	-	-	-	-42
Zu kapitalisierendes Ergebnis		71	698	723	790	932	1.379	1.869	2.402	2.173

Tabelle 38 Zu kapitalisierendes Ergebnis

X. Eigenkapitalkosten

1. Überblick

305. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4).
306. Zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion). Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar, in der Praxis wird Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 88 bis 90).
307. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Betracht. Diese Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114 f. sowie Tz. 92).
308. Nach dem Tax-CAPM werden die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber unter (unmittelbarer) Berücksichtigung persönlicher Steuern als Summe aus risikofreiem Basiszinssatz (r_f) und Risikoprämie, die sich wiederum als Produkt aus Marktrisikoprämie (MRP, nach persönlichen Steuern) und unternehmensspezifischen Betafaktor (β_v) ergibt, erklärt:

IVP SO

$$r_{EK \text{ nach pers.St.}} = r_f \times (1 - s) + MRP_{\text{nach pers.St.}} \times \beta_v$$

$r_{EK \text{ nach pers.St.}}$	Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern
r_f	Basiszinssatz bzw. risikoloser Zinssatz
$MRP_{\text{nach pers.St.}}$	Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern
β_v	Verschuldeter Betafaktor
s	Persönliche Steuern

Abbildung 22 Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern

2. Basiszinssatz

309. Für den objektivierten Unternehmenswert ist bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen. Daher wird für den Basiszinssatz grundsätzlich auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt. Bei der Festlegung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist, sodass der Basiszinssatz ein fristadäquater Zinssatz sein muss (Laufzeitäquivalenz). Sofern ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Lebensdauer bewertet wird, müsste daher als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite aus einer Anlage in zeitlich nicht begrenzte Anleihen der öffentlichen Hand herangezogen werden. In Ermangelung solcher Wertpapiere empfiehlt es sich, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven und zeitlich darüber hinausgehenden Prognosen abzuleiten. Bei Unternehmen mit einer zeitlich begrenzten Lebensdauer ist ein für diese Frist geltender Zinssatz heranzuziehen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 116 f.).
310. Mit Blick auf ihren quasisicheren Charakter erfüllen deutsche Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode (Zeitreihen „wt3201“ bis „wt3206“) auf der Homepage der Deutschen Bundesbank. Diese Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze (sog. Spot-Rates) ab. Aus diesen laufzeitspezifischen Zinssätzen (Laufzeiten bis zu maximal 30 Jahren) kann finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden. Das Ergebnis der Berechnung für den Ansatz des einheitlichen Basiszinssatzes wird auf ¼ %-Punkte gerundet. Begründet wird die Rundung mit der Vermeidung einer Scheingenauigkeit der einzelnen Komponenten des Prognosekalküls. Sofern der Basiszins unter einem Prozentpunkt liegt, wird dieser auf 1/10 %-Punkte gerundet.
311. Der Bewertungsgutachter hat den Basiszinssatz vor persönlichen Steuern zum Stichtag 19. Mai 2021 i.H.v. 0,30 % bzw. nach persönlichen Steuern i.H.v. 0,22 % angesetzt.
312. Wir haben den auf 1/10 %-Punkte gerundeten Basiszinssatz vor persönlichen Steuern auf Basis der Zinsstrukturkurven der Deutschen Bundesbank zum 21. Mai 2021 i.H.v. 0,30 % (ungerundet: 0,30 %) festgelegt.
313. Der Basiszinssatz nach persönlichen Steuern (Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag) beträgt damit zum 21. Mai 2021 0,22 %.

3. Marktrisikoprämie

314. Zur Schätzung der Marktrisikoprämie dienen langfristige Untersuchungen für den Kapitalmarkt. Die Studien unterscheiden sich u.a. in den betrachteten Zeiträumen, in der Art der Renditeberechnung und in der Berücksichtigung von Steuern. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie erfolgt unter Bezugnahme historischer Renditen des Marktportfolios abzüglich des risikolosen Zinses. Die Ableitung der Bandbreite für die Marktrisikoprämie sollte auf einen langen Zeitraum zurückgreifen, damit unterschiedliche Konjunkturzyklen bei der Ermittlung bereits berücksichtigt sind.
315. In der Literatur und Praxis werden die Ableitung der Marktrisikoprämie und die Art der Durchschnittsbildung der historischen Renditen diskutiert und unterschiedliche Meinungen über die Höhe der künftigen Marktrisikoprämie vertreten. Der FAUB des IDW gibt Empfehlungen für die Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Zuletzt hat der FAUB vor dem Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktentwicklung am 22. Oktober 2019 eine aktualisierte Empfehlung zur Höhe der Marktrisikoprämie veröffentlicht. Der FAUB hält es hiernach für sachgerecht, sich derzeit bei Bewertungsanlässen mit Berücksichtigung persönlicher Steuern an einer Bandbreite der Marktrisikoprämie von 5,00 % bis 6,50 %.
316. Der Bewertungsgutachter hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % angesetzt.
317. Wir haben im Hinblick auf die Ableitung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern zunächst eigene Analysen vorgenommen. Dabei haben wir insbesondere
- historische Marktrisikoprämien unter der Annahme einer konstanten Marktrisikoprämie,
 - historische Marktrisikoprämien unter der Annahme einer konstanten Aktienrendite sowie
 - implizite Marktrisikoprämien
- berechnet.
318. Dazu haben wir auch auf das über unsere Homepage verfügbare (www.ivc-wpg.com) IVC-Marktrisikoprämientool zurückgegriffen.
319. Im Ergebnis haben wir im vorliegenden Fall – wie auch der Bewertungsgutachter – eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % festgelegt.
320. Dieser Wert entspricht der Mitte der vom FAUB für Bewertungen nach persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite von 5,00 % bis 6,50 %.

4. Betafaktor

a) Überblick

321. Der Bewertungsgutachter hat auf Basis seiner Peer Groups einen Betafaktor abgeleitet. Wir haben aufgrund der hohen Bedeutung des Kapitalisierungszinssatzes für das Bewertungsergebnis eigene Analysen vorgenommen und unsere Vorgehensweise / Ergebnisse mit denen des Bewertungsgutachters verglichen.

Insbesondere die Notwendigkeit der Berücksichtigung weiterer Peer Groups (neben der Peer Group Surface Vision) und die Höhe des Asset Beta haben wir intensiv mit dem Bewertungsgutachter diskutiert.

322. Zur Ermittlung der Asset Betas der Peer Group-Unternehmen haben wir zunächst Raw Betas auf Grundlage weltweiter als auch lokaler (zur Plausibilisierung) Referenzindizes erhoben. Dabei haben wir auf wöchentliche Renditen über Betrachtungszeiträume von fünf und (zur Plausibilisierung) zwei fünf Jahren abgestellt.

Diese Parametersetzungen folgen unseren grundsätzlichen Parametersetzungen und weichen teilweise von denen des Bewertungsgutachters ab.

Als globaler Referenzindex wurde auf den MSCI AC World Index abgestellt. Als Erhebungstichtag wurde von uns der 31. März 2021 verwendet.

Weitere Betas der Peer Group-Unternehmen (tägliche und monatliche Renditen, Jahresscheiben; abweichende Erhebungstichtage) haben wir zu Plausibilisierungszwecken erhoben und zu unseren Arbeitspapieren genommen.

323. Asset Betas für die ISRA VISION haben wir zu Vergleichs- bzw. Plausibilisierungszwecken zum 31. Dezember 2019 erhoben.

324. Zur Überführung der Raw Betas in Asset Betas (bzw. später zur Überführung der Asset Betas in verschuldete Betas) haben wir die sog. Harris-Pringle-Formel mit Excess Cash (Berücksichtigung Debt Beta, unsichere Tax Shields, Berücksichtigung Excess Cash Beta) herangezogen:

IVP SO

$$\beta_v = \left(\beta_u + \left(\beta_u - \frac{\beta_{FK}}{(1 - ECR)} \right) \times \frac{FK_M}{EK_M} \right) \times (1 - ECR)$$

$$ECR = \frac{nbL}{FK_M + EK_M}$$

β_v :	Verschuldeter Betafaktor
β_u :	Unverschuldeter Betafaktor (Asset Betafaktor)
β_{FK} :	Debt Beta
FK_M :	Marktwert des Fremdkapitals
EK_M :	Marktwert des Eigenkapitals
nbL :	Nicht betriebsnotwendige Liquidität
ECR :	Excess Cash Ratio

Abbildung 23 Harris Pringle mit Excess Cash Beta – Unlevering

325. Für die spätere Überführung der Asset Betas in verschuldete Betas sind wir entsprechend vorgegangen:

IVP SO

$$\beta_u = \frac{\beta_v + \beta_{FK} \times \frac{FK_M}{EK_M}}{1 + \frac{FK_M}{EK_M}} \times \frac{1}{(1 - ECR)}$$

$$ECR = \frac{nbL}{FK_M + EK_M}$$

β_u :	Unverschuldeter Betafaktor (Asset Betafaktor)
β_v :	Verschuldeter Betafaktor
β_{FK} :	Debt Beta
FK_M :	Marktwert des Fremdkapitals
EK_M :	Marktwert des Eigenkapitals
nbL :	Nicht betriebsnotwendige Liquidität
ECR :	Excess Cash Ratio

Abbildung 24 Harris Pringle mit Excess Cash Beta – Relevering

-
326. Zur Bestimmung der Verschuldungsgrade der Peer Group-Unternehmen haben wir aus Konsistenzgründen für die Abgrenzung der Fundamentaldaten (insbesondere Zuordnung Net Working Capital versus Net Debt – Total Debt abzgl. nicht betriebsnotwendiger Liquidität –) dieselben Annahmen wie beim Bewertungsobjekt herangezogen.
327. Zur Bestimmung der Debt Betas der Peer Group-Unternehmen sind Credit Spreads (Fremdkapitalkosten abzüglich des risikofreien Zinssatzes) zu ermitteln.

Bei der Ableitung der Fremdkapitalkosten der Peer Group-Unternehmen haben wir den sogenannten Rating-Ansatz verwendet. Dabei werden – jeweils für bestimmte Laufzeiten – die Renditen für Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating ermittelt.

b) Peer Group 1 (Surface Vision)

328. Die Raw Betas der Peer Group 1 (Surface Vision) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	<i>Lokaler Index</i>		<i>Globaler Index</i>	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
Cognex Corporation	0,82	1,09	0,83	1,18
Basler Aktiengesellschaft	0,68	0,83	1,00	1,06
CyberOptics Corporation	1,07	1,10	1,42	1,50
ViTrox Corporation Berhad	0,41	0,65	0,51	0,65
Jenoptik AG	1,16	1,14	1,44	1,33
AMETEK, Inc.	1,16	1,16	1,27	1,27
Datalogic S.p.A.	0,97	0,97	1,13	1,27
TKH Group N.V.	1,26	1,25	1,44	1,33
Teledyne Technologies Incorporated	1,28	1,28	1,38	1,37
Keyence Corporation	0,74	0,78	0,66	0,76
Aspen Technology, Inc.	1,36	1,31	1,46	1,40
Minimum	0,41	0,65	0,51	0,65
Median	1,07	1,10	1,27	1,27
Durchschnitt	0,99	1,05	1,14	1,19
Maximum	1,36	1,31	1,46	1,50

Tabelle 39 Raw Betas (wöchentlich) der Peer Group 1 (Surface Vision)

329. Nachfolgend sind die Verschuldungsgrade, Debt Betas und die Excess Cash Ratios der Peer Group 1 (Surface Vision) dargestellt:

IVP SO

Name	Total Debt / Equity		Debt Beta		Excess Cash Ratio	
	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre
	2019 - 21	2016 - 21	2019 - 21	2016 - 21	2019 - 21	2016 - 21
Cognex Corporation	0,00	0,00	0,15	0,13	4,4%	5,2%
Basler Aktiengesellschaft	0,07	0,08	0,17	0,16	4,7%	4,6%
CyberOptics Corporation	0,02	0,01	0,17	0,17	7,1%	7,4%
ViTrox Corporation Berhad	0,01	0,02	0,12	0,12	4,4%	5,7%
Jenoptik AG	0,18	0,14	0,18	0,16	6,4%	6,1%
AMETEK, Inc.	0,15	0,15	0,34	0,31	0,9%	1,5%
Datalogic S.p.A.	0,21	0,18	0,15	0,15	14,7%	12,1%
TKH Group N.V.	0,37	0,25	0,19	0,18	0,5%	1,2%
Teledyne Technologies Incorporated	0,08	0,14	0,19	0,24	1,4%	1,4%
Keyence Corporation	-	-	-	-	9,8%	11,0%
Aspen Technology, Inc.	0,06	0,04	0,19	0,24	2,7%	2,7%
Minimum	-	-	-	-	0,5%	1,2%
Median	0,07	0,08	0,17	0,16	4,4%	5,2%
Durchschnitt	0,11	0,09	0,17	0,17	5,2%	5,3%
Maximum	0,37	0,25	0,34	0,31	14,7%	12,1%

Tabelle 40 Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 1 (Surface Vision)

330. Die Asset Betas der Peer Group 1 (Surface Vision) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	Lokaler Index		Globaler Index	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
Cognex Corporation	0,86	1,15	0,87	1,24
Basler Aktiengesellschaft	0,68	0,82	0,99	1,05
CyberOptics Corporation	1,13	1,18	1,50	1,60
ViTrox Corporation Berhad	0,43	0,68	0,53	0,68
Jenoptik AG	1,07	1,08	1,33	1,26
AMETEK, Inc.	1,07	1,06	1,16	1,17
Datalogic S.p.A.	0,97	0,96	1,12	1,25
TKH Group N.V.	0,98	1,05	1,11	1,11
Teledyne Technologies Incorporated	1,22	1,17	1,30	1,25
Keyence Corporation	0,82	0,88	0,73	0,85
Aspen Technology, Inc.	1,33	1,30	1,43	1,39
Minimum	0,43	0,68	0,53	0,68
Median	0,98	1,06	1,12	1,24
Durchschnitt	0,96	1,03	1,10	1,17
Maximum	1,33	1,30	1,50	1,60

Tabelle 41 Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 1 (Surface Vision)

331. Bei Verwendung wöchentlicher Renditen über fünf Jahre und einem weltweiten Index legen die Daten für die Peer Group Surface Vision ein Asset Beta in der Größenordnung von 1,20 nahe.

c) Peer Group 2 (Absatzmärkte)

(1) Peer Group 2a (Stahl)

332. Die Raw Betas der Peer Group 2a (Stahl) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	Lokaler Index		Globaler Index	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
ArcelorMittal	1,85	1,78	2,05	1,91
Nippon Steel Corporation	1,21	1,17	1,15	1,17
POSCO	1,10	1,10	1,28	1,33
Tata Steel Limited	1,34	1,27	1,17	1,01
JFE Holdings, Inc.	1,29	1,24	1,23	1,20
Nucor Corporation	1,07	1,17	1,20	1,32
Hyundai Steel Company	1,75	1,53	1,95	1,65
United States Steel Corporation	1,34	1,57	1,65	1,87
Minimum	1,07	1,10	1,15	1,01
Median	1,32	1,25	1,26	1,33
Durchschnitt	1,37	1,35	1,46	1,43
Maximum	1,85	1,78	2,05	1,91

Tabelle 42 Raw Betas (wöchentlich) der Peer Group 2a (Stahl)

333. Nachfolgend sind die Verschuldungsgrade, Debt Betas und die Excess Cash Ratios der Peer Group 2a (Stahl) dargestellt:

IVP SO

Name	Total Debt / Equity		Debt Beta		Excess Cash Ratio	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
ArcelorMittal	1,34	1,13	0,34	0,35	1,4%	1,4%
Nippon Steel Corporation	2,32	1,60	0,19	0,20	-	-
POSCO	1,24	1,08	0,19	0,20	20,8%	14,4%
Tata Steel Limited	2,35	2,03	0,49	0,47	0,1%	2,1%
JFE Holdings, Inc.	3,22	2,04	0,19	0,20	-	-
Nucor Corporation	0,33	0,28	0,19	0,20	1,6%	2,3%
Hyundai Steel Company	3,18	2,22	0,19	0,20	2,3%	2,3%
United States Steel Corporation	1,80	1,12	0,84	1,07	4,5%	4,2%
Minimum	0,33	0,28	0,19	0,20	-	-
Median	2,06	1,36	0,19	0,20	1,5%	2,2%
Durchschnitt	1,97	1,44	0,33	0,36	3,8%	3,3%
Maximum	3,22	2,22	0,84	1,07	20,8%	14,4%

Tabelle 43 Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 2a (Stahl)

334. Die Asset Betas der Peer Group 2a (Stahl) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	Lokaler Index		Globaler Index	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
ArcelorMittal	1,00	1,04	1,09	1,10
Nippon Steel Corporation	0,50	0,57	0,48	0,57
POSCO	0,75	0,74	0,86	0,87
Tata Steel Limited	0,74	0,75	0,69	0,66
JFE Holdings, Inc.	0,45	0,54	0,44	0,53
Nucor Corporation	0,86	0,98	0,97	1,10
Hyundai Steel Company	0,58	0,63	0,63	0,66
United States Steel Corporation	1,07	1,36	1,19	1,51
Minimum	0,45	0,54	0,44	0,53
Median	0,75	0,74	0,77	0,77
Durchschnitt	0,75	0,82	0,79	0,87
Maximum	1,07	1,36	1,19	1,51

Tabelle 44 Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 2a (Stahl)

335. Bei Verwendung wöchentlicher Renditen über fünf Jahre und einem weltweiten Index legen die Daten für die Peer Group Stahl ein Asset Beta in der Größenordnung von 0,80 bis 0,85 nahe.

(2) Peer Group 2b (Aluminium)

336. Die Raw Betas der Peer Group 2b (Aluminium) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	Lokaler Index		Globaler Index	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
Aluminum Corporation of China Limited	0,95	1,03	0,41	0,51
United Company RUSAL, International Public Joint-	1,08	0,86	1,18	1,05
Rio Tinto Group	0,89	1,04	0,92	0,93
Alcoa Corporation	2,08	1,91	2,40	2,14
Norsk Hydro ASA	1,27	1,24	1,41	1,23
Century Aluminum Company	2,18	2,25	2,34	2,30
Hindalco Industries Limited	1,70	1,55	1,49	1,31
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,41	0,48	0,94	0,97
Minimum	0,41	0,48	0,41	0,51
Median	1,17	1,14	1,29	1,14
Durchschnitt	1,32	1,30	1,39	1,31
Maximum	2,18	2,25	2,40	2,30

Tabelle 45 Raw Betas (wöchentlich) der Peer Group 2b (Aluminium)

337. Nachfolgend sind die Verschuldungsgrade, Debt Betas und die Excess Cash Ratios der Peer Group 2b (Aluminium) dargestellt:

IVP SO

Name	Total Debt / Equity		Debt Beta		Excess Cash Ratio	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
Aluminum Corporation of China Limited	1,96	1,78	0,15	0,18	2,0%	6,4%
United Company RUSAL, International Public Joint-	1,30	1,22	0,34	0,26	7,2%	4,0%
Rio Tinto Group	0,16	0,20	0,15	0,15	8,8%	8,5%
Alcoa Corporation	1,59	0,95	0,86	0,62	3,1%	2,5%
Norsk Hydro ASA	0,67	0,43	0,19	0,20	2,5%	3,7%
Century Aluminum Company	0,97	0,62	0,86	0,62	-	0,9%
Hindalco Industries Limited	1,93	1,72	0,34	0,35	13,4%	8,7%
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,51	0,30	0,19	0,16	0,0%	1,1%
Minimum	0,16	0,20	0,15	0,15	-	0,9%
Median	1,14	0,78	0,27	0,23	2,8%	3,9%
Durchschnitt	1,14	0,90	0,39	0,32	4,6%	4,5%
Maximum	1,96	1,78	0,86	0,62	13,4%	8,7%

Tabelle 46 Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 2b (Aluminium)

338. Die Asset Betas der Peer Group 2b (Aluminium) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	<i>Lokaler Index</i>		<i>Globaler Index</i>	
	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre
	2019 - 21	2016 - 21	2019 - 21	2016 - 21
Aluminum Corporation of China Limited	0,43	0,52	0,24	0,32
United Company RUSAL, International Public Joint-	0,71	0,55	0,76	0,64
Rio Tinto Group	0,86	0,97	0,89	0,88
Alcoa Corporation	1,37	1,32	1,50	1,44
Norsk Hydro ASA	0,86	0,96	0,95	0,96
Century Aluminum Company	1,53	1,64	1,61	1,67
Hindalco Industries Limited	0,93	0,87	0,85	0,77
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,33	0,41	0,69	0,80
Minimum	0,33	0,41	0,24	0,32
Median	0,86	0,92	0,87	0,84
Durchschnitt	0,88	0,91	0,94	0,94
Maximum	1,53	1,64	1,61	1,67

Tabelle 47 Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 2b (Aluminium)

339. Bei Verwendung wöchentlicher Renditen über fünf Jahre und einem weltweiten Index legen die Daten für die Peer Group Aluminium ein Asset Beta in der Größenordnung von 0,90 nahe.

(3) Peer Group 2c (Papier)

340. Die Raw Betas der Peer Group 2c (Papier) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	Lokaler Index		Globaler Index	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
International Paper Company	1,00	1,03	1,10	1,19
Oji Holdings Corporation	0,71	0,87	0,54	0,70
UPM-Kymmene Oyj	0,87	1,00	0,90	0,90
Nippon Paper Industries Co., Ltd.	0,73	0,67	0,58	0,57
Smurfit Kappa Group Plc	0,89	0,97	1,20	1,08
Sappi Limited	1,35	1,14	1,58	1,28
Resolute Forest Products Inc.	1,97	1,87	2,06	2,02
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ)	0,78	0,85	0,91	0,94
Minimum	0,71	0,67	0,54	0,57
Median	0,88	0,99	1,01	1,01
Durchschnitt	1,04	1,05	1,11	1,08
Maximum	1,97	1,87	2,06	2,02

Tabelle 48 Raw Betas wöchentlich der Peer Group 2c (Papier)

341. Nachfolgend sind die Verschuldungsgrade, Debt Betas und die Excess Cash Ratios der Peer Group 2c (Papier) dargestellt:

IVP SO

Name	Total Debt / Equity		Debt Beta		Excess Cash Ratio	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
International Paper Company	0,82	0,76	0,19	0,20	-	-
Oji Holdings Corporation	1,08	1,23	0,15	0,18	-	-
UPM-Kymmene Oyj	0,15	0,19	0,19	0,20	4,2%	2,1%
Nippon Paper Industries Co., Ltd.	3,83	3,33	0,49	0,47	-	1,1%
Smurfit Kappa Group Plc	0,69	0,70	0,34	0,31	0,9%	0,9%
Sappi Limited	2,11	1,11	0,49	0,31	-	3,0%
Resolute Forest Products Inc.	5,18	4,11	1,14	0,89	0,4%	0,4%
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ)	0,14	0,16	0,19	0,20	-	0,7%
Minimum	0,14	0,16	0,15	0,18	-	-
Median	0,95	0,94	0,27	0,26	-	0,8%
Durchschnitt	1,75	1,45	0,40	0,35	0,7%	1,0%
Maximum	5,18	4,11	1,14	0,89	4,2%	3,0%

Tabelle 49 Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 2c (Papier)

342. Die Asset Betas der Peer Group 2b (Papier) auf Basis wöchentlicher Erhebungen sind nachfolgend dargestellt:

IVP SO

Name	Lokaler Index		Globaler Index	
	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21	2 Jahre 2019 - 21	5 Jahre 2016 - 21
International Paper Company	0,63	0,67	0,69	0,76
Oji Holdings Corporation	0,42	0,49	0,34	0,41
UPM-Kymmene Oyj	0,82	0,90	0,85	0,81
Nippon Paper Industries Co., Ltd.	0,54	0,52	0,51	0,50
Smurfit Kappa Group Plc	0,67	0,71	0,86	0,77
Sappi Limited	0,77	0,73	0,84	0,79
Resolute Forest Products Inc.	1,28	1,08	1,30	1,11
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ)	0,70	0,77	0,82	0,84
Minimum	0,42	0,49	0,34	0,41
Median	0,69	0,72	0,83	0,78
Durchschnitt	0,73	0,73	0,77	0,75
Maximum	1,28	1,08	1,30	1,11

Tabelle 50 Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 2c (Papier)

343. Bei Verwendung wöchentlicher Renditen über fünf Jahre und einem weltweiten Index legen die Daten für die Peer Group Papier ein Asset Beta in der Größenordnung von gut 0,75 nahe.

d) Festlegungen

344. Wir haben unsere Betafaktoranalysen auf Basis der jeweiligen Mittelwerte und Mediane wie folgt zusammengefasst:

IVP SO

		<i>Lokale Indizes</i>		<i>Globaler Index</i>	
		2 Jahre 19-21	5 Jahre 16-21	2 Jahre 19-21	5 Jahre 16-21
<i>Ableitung IVC (Harris Pringle mit ECR)</i>					
Peer Group 1 (Surface Vision)	50%	0,97	1,05	1,11	1,20
Peer Group 2a (Stahl)	55%	0,75	0,78	0,78	0,82
Peer Group 2b (Aluminium)	25%	0,87	0,91	0,90	0,89
Peer Group 2c (Papier)	20%	0,71	0,73	0,80	0,77
Peer Group 2 – End-User Industry	50%	0,77	0,80	0,82	0,83
Peer Group gesamt		0,87	0,93	0,96	1,02
Peer Group gesamt (gerundet)		0,85	0,95	0,95	1,00
<i>nachrichtlich:</i>					
ISRA VISION AG (31. Dez. 2019)		1,77	1,19	1,43	1,06

Tabelle 51 Asset Betas gesamt

345. Das systematische Risiko der IVP-Gruppe wird nach unserer Auffassung auch ganz wesentlich von den Absatzmärkten bestimmt. Dies wird von uns – wie auch von dem Bewertungsgutachter – durch die Gewichtung der Peer Groups (Surface Vision einerseits, „Absatzmärkte“ andererseits) berücksichtigt.
346. Bei den Asset Betas der Peer Group 2 (Stahl, Aluminium und Papier) haben wir weiterhin – wie der Bewertungsgutachter – eine Gewichtung anhand der relativen Bedeutung der Absatzmärkte bei der Ableitung des Betafaktors berücksichtigt:
- Stahl i.H.v. 55,0 %,
 - Aluminium i.H.v. 25,0 %,
 - Papier i.H.v. 20,0 %.
347. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte und bei Verwendung wöchentlicher Renditen über fünf Jahre und einem weltweiten Index legen die Daten insgesamt ein Asset Beta i.H.v. 1,00 nahe. Dieses Asset Beta haben wir in unserer eigenen Bewertung angesetzt.

Auch der Bewertungsgutachter hat im Ergebnis ein Asset Beta i.H.v. 1,00 angesetzt.

5. Zwischenergebnis – verschuldete Eigenkapitalkosten

348. Die periodenspezifischen, verschuldeten Eigenkapitalkosten der IVP-Gruppe stellen sich wie folgt dar:

IVP SO

in T€	Phase I			Phase II					TV
	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
Eigenkapitalkosten									
Basiszinssatz	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Beta									
Asset	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Debt Beta	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Debt / Eigenkapital	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Excess Cash	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Excess Cash / Eigenkapital	-	0,05	0,08	0,10	0,11	0,13	0,11	0,10	0,08
Tax Shield Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Tax Shields / Eigenkapital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Relevered Beta	1,06	1,01	0,98	0,96	0,95	0,94	0,95	0,97	0,98
Marktrisikoprämie (MRP)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Risikozuschlag (Relevered Beta x MRP)	6,10%	5,83%	5,65%	5,54%	5,46%	5,39%	5,47%	5,55%	5,64%
Eigenkapitalkosten	6,33%	6,05%	5,87%	5,76%	5,68%	5,61%	5,69%	5,77%	5,86%

Tabelle 52 Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag im TV)

349. Zu Plausibilisierungszwecken haben wir über ein WACC-Verfahren (hier) vor persönlichen Steuern den WACC ermittelt, der zu demselben Ergebnis wie die hier vorgenommene Bewertung nach persönlichen Steuern führt.

Diesen WACC i.H.v. 7,1 % haben wir mit verfügbaren Kapitalmarktdaten plausibilisiert (siehe Anhang, Abschnitt G.VI.2).

Auch vor diesem Hintergrund sehen wir die Größenordnung der vorstehenden Eigenkapitalkosten als plausibel an.

XI. Objektivierter Unternehmenswert

1. Ertragswert

350. Der Bewertungsgutachter hat zum 30. Juni 2021 einen Ertragswert i.H.v. 34.102 T€ ermittelt.
351. Ausgehend von den zu kapitalisierenden Ergebnissen ergibt sich der Ertragswert der IVP-Gruppe zum 30. September 2020 wie folgt:

IVP SO

		Phase I				Phase II				TV
	in T€	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
EBIT		149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.379	3.219	4.134	4.165
"....."										
Zu kapitalisierendes Ergebnis		71	698	723	790	932	1.379	1.869	2.402	2.173
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag		6,33%	6,05%	5,87%	5,76%	5,68%	5,61%	5,69%	5,77%	5,11%
Barwertfaktor	1,00	0,94	0,89	0,84	0,79	0,75	0,71	0,67	0,63	12,43
Barwerte		67	619	606	626	699	979	1.255	1.525	27.003
Ertragswert zum 30. September 2020	33.377									

Tabelle 53 Ertragswert zum 30. September 2020

352. Der Ertragswert zum 30. September 2020 beträgt 33.377 T€ (35.710 T€ Enterprise Value ./. 2.333 T€ Net Debt).

2. Sonderwerte

a) Nicht betriebsnotwendige Liquidität

353. Wir haben die Abgrenzung und die Höhe der betriebsnotwendigen Liquidität – im Zusammenhang mit der Abgrenzung und der Höhe des Net Working Capital – intensiv mit dem Bewertungsgutachter diskutiert.
354. Der Bewertungsgutachter hat die nicht betriebsnotwendige Liquidität zum Bewertungsstichtag im Ergebnis wie folgt ermittelt – wir sind dem in unserer eigenen Bewertung gefolgt:
- Identifikation relevanter Posten unter Berücksichtigung des Konzern Cash Pools der ISRA VISION in Form der
 - liquiden Mittel der IVP-Gruppe,
 - der Forderungen der IVP-Gruppe gegenüber der ISRA VISION-Gruppe und der
 - Verbindlichkeiten der IVP-Gruppe gegenüber der ISRA VISION-Gruppe,
 - Aufteilung der relevanten Posten in
 - Liquidität und
 - Net Working Capital,
 - Klassifizierung der Liquidität als
 - betriebsnotwendige Liquidität („Net Working Capital“) bzw.
 - nicht-betriebsnotwendige Liquidität („Excess Cash“).
355. Der Bewertungsgutachter hat in einem ersten Schritt die Bilanzansätze der liquiden Mittel (2.712 T€), die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen (35.493 T€) und die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen (9.020 T€) in der Stichtagsbilanz identifiziert und die entsprechenden Werte übernommen:

IVP SO

	in T€	Relevante Posten
Schecks, Kassenbestand		2.712
Forderungen ggü. verbundenen Unternehmen		35.493
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen		-9.020
Summe		29.185

Tabelle 54 Net Debt-Posten mit Bezug zur (übrigen) ISRA VISION-Gruppe

356. Die IVP-Gruppe erbringt keine Lieferungen und Leistungen an die (übrige) ISRA VISION-Gruppe.

Folglich hat der Bewertungsgutachter neben den liquiden Mittel (2.712 T€) auch die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen (35.493 T€) in vollem Umfang als Liquidität berücksichtigt.

357. Die IVP-Gruppe bezieht eine Vielzahl von Lieferungen und Leistungen von der ISRA VISION-Gruppe.

Folglich hat der Bewertungsgutachter auf Basis von Angaben der Gesellschaft den Anteil an den Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen abgeschätzt, die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stellen sich wie folgt dar:

IVP SO

	in T€	Relevante Posten
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen		-9.020
Materialaufwand		-11.033
Personalaufwand		-5.806
Summe		-16.839
DPO		30
Verbindlichkeiten aus LuL ggü. verbundenen Unternehmen und Dritten		-1.384
Verbindlichkeiten aus LuL ggü. Dritten (Bilanz)		357
Verbindlichkeiten aus LuL ggü. verbundenen Unternehmen		-1.027

Tabelle 55 Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegenüber verbundenen Unternehmen (Abschätzung)

358. Im Ergebnis erfolgt zunächst folgende Aufteilung in Liquidität (betriebsnotwendig und nicht betriebsnotwendig) und Working Capital:

IVP SO

	in T€	Relevante Posten	davon	
			Liquidität	Working Capital
Schecks, Kassenbestand		2.712	2.712	
Forderungen ggü. verbundenen Unternehmen		35.493	35.493	
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen		-9.020	-7.993	-1.027
Summe		29.185	30.212	-1.027

Tabelle 56 Aufteilung Liquidität und Working Capital

359. Die Gesellschaft hat die Art der Abschätzung und das Ergebnis der Abschätzung als ihren Einschätzungen entsprechend bestätigt.

360. Die IVP-Gruppe benötigt nach Einschätzung der Gesellschaft etwa 1/12 der OPEX als betriebsnotwendige Liquidität. Vor diesem Hintergrund hat der Bewertungsgutachter die betriebsnotwendige Liquidität wie folgt abgeschätzt:

IVP SO

	in T€	Aufteilung Liquidität
Umsatzerlöse (bereinigt)		27.571
Bestandsveränderungen (bereinigt)		48
EBITDA (bereinigt)		-5.470
Summe (OPEX)		22.149
Liquiditätsbedarf in Monaten der OPEX		1,0
Betriebsnotwendige Liquidität		1.846

Tabelle 57 Betriebsnotwendige Liquidität

361. Die Gesellschaft hat die Art der Abschätzung und das Ergebnis der Abschätzung als ihren Einschätzungen entsprechend bestätigt.
362. Insgesamt ergibt sich auf dieser Basis eine nicht betriebsnotwendige Liquidität i.H.v. 28.366 T€:

IVP SO

	in T€	Relevante Posten	davon	
			Liquidität	Working Capital
Schecks, Kassenbestand	2.712		2.712	
Forderungen ggü. verbundenen Unternehmen	35.493		35.493	
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen	-9.020		-7.993	-1.027
Summe	29.185		30.212	-1.027
Betriebsnotwendige Liquidität			-1.846	1.846
Nicht betriebsnotwendige Liquidität			28.366	819

Tabelle 58 Nicht betriebsnotwendige Liquidität

363. Um den Wert der nicht betriebsnotwendigen Liquidität auf Ebene des typisierten Anteilseigners abzuschätzen ist, der Betrag vor persönlichen Steuern (Unternehmensebene) in einen Betrag nach persönlichen Steuern (Anteilseignerebene) zu transformieren.
364. Der Bewertungsgutachter geht zunächst davon aus, dass das steuerliche Einlagekonto (siehe Abschnitt D.XI.2.b) in voller Höhe (18.470 T€) zur Ausschüttung des Excess Cash als Sonderdividende genutzt werden kann; für den verbleibenden Betrag unterstellt er eine pauschale Thesaurierung (Steuersatz 13,19 %). Dem sind wir in unserer Bewertung gefolgt.
365. Damit ergibt sich folgender Wert der nicht betriebsnotwendigen Liquidität unter Berücksichtigung persönlicher Steuern:

IVP SO

in T€	Ausschüttung aus steuerlichem EK	Pauschale Thesaurierung	Nicht betriebsnotwendige Liquidität
Bruttobetrag	18.470	9.896	28.366
(effektiver) Steuersatz	-	13,19%	4,60%
Steuer	-	-1.305	-1.305
Nettobetrag	18.470	8.591	27.061

Tabelle 59 Nicht betriebsnotwendige Liquidität unter Berücksichtigung persönlicher Steuern

366. Der Sonderwert aus nicht betriebsnotwendiger Liquidität beträgt zum 30. September 2020 dann 27.061 T€.

b) Steuerliches Einlagekonto

367. Unbeschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaften haben gemäß § 27 KStG Abs. 1 S. 1 KStG nicht in das Nennkapital geleistete Einlagen auf einem besonderen Konto (steuerliches Einlagekonto) auszuweisen.
368. Das Nennkapital der IVP beträgt zum 30. September 2020 auskunftsgemäß 6.206 T€. Das steuerliche Einlagekonto beträgt zum 30. September 2020 auskunftsgemäß 18.470 T€.
369. Der Bewertungsgutachter hat im vorliegenden Fall das steuerliche Einlagekonto vollumfänglich für die fiktive Ausschüttung des Excess Cash i.H.v. 18.470 T€ berücksichtigt. Damit wird von einer nicht steuerpflichtigen Einlagenrückgewähr ausgegangen.
370. Der typisierte inländische, unbegrenzt steuerpflichtige Anleger vereinnahmt im Ergebnis steuerfrei, da die Ausschüttung steuerlich als Einlagenrückgewähr zu qualifizieren ist.

Abstrakt steht dem wertsteigernden Effekt aus der faktisch steuerfreien Vereinnahmung der Dividenden ein wertmindernder Gegeneffekt beim Anleger gegenüber: Die steuerliche Qualifikation der Dividenden als Einlagenrückgewähr mindert die Anschaffungskosten des Anlegers. Im Fall eines späteren Verkaufs der Anteile bestünde insofern ein höherer steuerlicher Veräußerungserfolg mit der Folge einer entsprechend höheren Besteuerung.

371. Bei einer typisierend unterstellten dauerhaften Anlage fände dieser potenzielle Veräußerungseffekt keinen Eingang in das Bewertungskalkül.
372. Der Bewertungsgutachter hat im vorliegenden Fall eine Veräußerung der Aktien 40 Jahre nach dem technischen Bewertungsstichtag unterstellt. Er hat im Weiteren unterstellt, dass die Anschaffungskosten des typisierten Anlegers (vor Berücksichtigung der Einlagenrückgewähr) maximal dem Verkaufspreis in 40 Jahren entsprechen und dass der Verkauf steuerverhaftet ist, sodass der Betrag der Einlagenrückgewähr (Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto) in vollem Umfang zu einem erhöhten Veräußerungsgewinn mit einem Steuersatz i.H.v. 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag führt.
373. Folgt man der aktuellen Rechtsprechung der Obergerichte (etwa OLG Frankfurt am Main), ist dieses Vorgehen sachgerecht.

374. Vor diesem Hintergrund steht der im Rahmen der Bewertung des Excess Cash positive Effekt aus der Ausnutzung des steuerlichen Einlagekontos bei der steuerfreien Vereinnahmung des Excess Cash ein negativer Steuereffekt aus der typisiert unterstellten Veräußerung entgegen:

IVP SO

	in T€	2059/60
Erhöhung Veräußerungsgewinn zum 30. September 2060		18.470
Steuersatz		26,38%
Steuerbelastung zum 30. September 2060		-4.871
Eigenkapitalkosten aus Planjahr 2017/28		5,77%
Barwertfaktor		0,11
Werteffekt aus Nachversteuerung des steuerlichen Einlagekontos		-516
Effektiver Steuersatz		-2,79%

Tabelle 60 Werteffekt aus Nachversteuerung des steuerlichen Einlagekontos

375. Der negative Werteffekt aus der Erhöhung des typisierten Veräußerungsgewinns aufgrund der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto beträgt zum 30. September 2020 -516 T€.

c) Zwischenergebnis

376. Der Sonderwert aus nicht betriebsnotweniger Liquidität und steuerlichen Einlagekonto (EK) – unter Berücksichtigung der jeweiligen Interdependenzen – ergibt sich wie folgt:

IVP SO

in T€	Ausschüttung aus steuerlichem EK	Pauschale Thesaurierung	Nicht betriebsnotwendige Liquidität	Nachversteuerung steuerliches EK	Summe (Sonderwert)
Bruttobetrag	18.470	9.896	28.366		28.366
(effektiver) Steuersatz	-	13,19%	4,60%	2,79%	-6,42%
Steuer	-	-1.305	-1.305	-516	-1.821
Nettobetrag	18.470	8.591	27.061	-516	26.545

Tabelle 61 Sonderwert zum 30. September 2020 (Nicht betriebsnotwendige Liquidität und steuerliches Einlagekonto)

377. Der Unterschied zum Bewertungsgutachter (26.574 T€ ./ 26.545 T€ = 19 T€) ergibt sich aufgrund geringfügig abweichender Eigenkapitalkosten. Bei der Replikation des Modells des Bewertungsgutachters konnten wir die Werteffekte in entsprechender Höhe hinreichend genau nachbilden.
378. Der Sonderwert beträgt zum 30. September 2020 26.545 T€.

3. Objektivierter Unternehmenswert

379. Der Bewertungsgutachter hat zum 30. Juni 2021 einen Unternehmenswert i.H.v. 63.523 T€ und einen Wert je Aktie i.H.v. 10,24 € ermittelt.
380. Wir haben den Unternehmenswert und den Wert je Aktie in unserer eigenen Bewertung wie folgt abgeleitet:

IVP SO

	in T€ bzw. €	30. Sep 20	Aufzinsung	30. Jun 21
Ertragswert		33.377	1,0469	34.944
Sonderwert		26.545	1,0469	27.791
Unternehmenswert		59.922	1,0469	62.735
Anzahl Aktien				6.206.178
Wert je Aktie				10,11

Tabelle 62 Unternehmenswert und Wert je Aktie zum 30. Juni 2021

381. Der Unternehmenswert beträgt zum 30. September 2020 59.922 T€ und zum 30. Juni 2021 62.735 T€. Daraus ergibt sich zum 30. Juni 2021 ein Wert je Aktie i.H.v. 10,11 €.
382. Im vorliegenden Fall trägt die Höhe der nicht betriebsnotwendigen Liquidität unter Berücksichtigung des steuerlichen Einlagekontos ganz erheblich zum Unternehmenswert bei.

Änderungen einzelner Parameter der Ertragswertermittlung im Rahmen von Sensitivitätsanalysen schlagen damit nicht so stark auf den Wert je Aktie durch wie in den Fällen, in denen der Unternehmenswert ganz überwiegend durch den Ertragswert bestimmt wird.

XII. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

383. Die Ergebnisse der nachstehenden sowie weiterer Analysen, die Bestandteil unserer Arbeitspapiere sind, haben wir bei der Analyse der Festlegungen des Bewertungsgutachters und bei der Festlegung der Parameter unserer eigenen Bewertung im Rahmen einer Gesamtschau berücksichtigt.

1. Sensitivitätsanalysen

a) EBIT-Marge und DPO

384. Bei Variation der nachhaltigen EBIT-Marge und der DPO ergäben sich zum 30. Juni 2021 die folgenden Werte je Aktie:

IVP SO

		<i>EBIT-Marge</i>								
		12,00%	12,25%	12,50%	12,75%	13,00%	13,25%	13,50%	13,75%	14,00%
<i>DPO</i>	-	9,46	9,56	9,66	9,76	9,86	9,96	10,06	10,16	10,26
	10	9,54	9,64	9,74	9,84	9,94	10,04	10,14	10,24	10,34
	20	9,62	9,72	9,82	9,92	10,03	10,13	10,23	10,33	10,43
	30	9,71	9,81	9,91	10,01	10,11	10,21	10,31	10,41	10,51
	40	9,79	9,89	9,99	10,09	10,19	10,29	10,39	10,49	10,59
	50	9,88	9,98	10,08	10,18	10,28	10,38	10,48	10,58	10,68
	60	9,96	10,06	10,16	10,26	10,36	10,46	10,56	10,66	10,76

Tabelle 63 Sensitivität – EBIT-Marge und DPO

b) Asset Beta und Wachstumsabschlag

385. Bei Variation des Asset Betas und des Wachstumsabschlags ergäben sich zum 30. Juni 2021 die folgenden Werte je Aktie:

IVP SO

		Asset Beta										
		1,05	1,04	1,03	1,02	1,01	1,00	0,99	0,98	0,97	0,96	0,95
Wachstums abschlag	0,50%	9,70	9,76	9,81	9,87	9,93	9,99	10,05	10,12	10,18	10,25	10,31
	0,55%	9,72	9,78	9,83	9,89	9,95	10,01	10,08	10,14	10,20	10,27	10,34
	0,60%	9,74	9,80	9,86	9,91	9,97	10,04	10,10	10,16	10,23	10,30	10,37
	0,65%	9,76	9,82	9,88	9,94	10,00	10,06	10,12	10,19	10,26	10,32	10,39
	0,70%	9,78	9,84	9,90	9,96	10,02	10,08	10,15	10,21	10,28	10,35	10,42
	0,75%	9,80	9,86	9,92	9,98	10,04	10,11	10,17	10,24	10,31	10,38	10,45
	0,80%	9,82	9,88	9,94	10,01	10,07	10,13	10,20	10,27	10,34	10,41	10,48
	0,85%	9,85	9,91	9,97	10,03	10,09	10,16	10,23	10,29	10,36	10,44	10,51
	0,90%	9,87	9,93	9,99	10,05	10,12	10,18	10,25	10,32	10,39	10,46	10,54
	0,95%	9,89	9,95	10,01	10,08	10,14	10,21	10,28	10,35	10,42	10,49	10,57
	1,00%	9,91	9,97	10,04	10,10	10,17	10,24	10,31	10,38	10,45	10,52	10,60

Tabelle 64 Sensitivität – Asset Beta und Wachstumsabschlag

c) Marktrisikoprämie und Basiszinssatz

386. Bei Variation der Marktrisikoprämie und des Basiszinssatzes ergäben sich zum 30. Juni 2021 die folgenden Werte je Aktie:

IVP SO

		<i>Marktrisikoprämie</i>						
		6,50%	6,25%	6,00%	5,75%	5,50%	5,25%	5,00%
<i>Basis- zinssatz</i>	0,35%	9,35	9,56	9,80	10,07	10,36	10,68	11,04
	0,34%	9,35	9,57	9,81	10,08	10,37	10,69	11,05
	0,33%	9,36	9,58	9,82	10,08	10,38	10,70	11,06
	0,32%	9,36	9,58	9,83	10,09	10,39	10,71	11,07
	0,31%	9,37	9,59	9,83	10,10	10,39	10,72	11,08
	0,30%	9,38	9,60	9,84	10,11	10,40	10,73	11,10
	0,29%	9,38	9,61	9,85	10,12	10,41	10,74	11,11
	0,28%	9,39	9,61	9,86	10,13	10,42	10,75	11,12
	0,27%	9,40	9,62	9,86	10,13	10,43	10,76	11,13
	0,26%	9,40	9,63	9,87	10,14	10,44	10,77	11,14
	0,25%	9,41	9,63	9,88	10,15	10,45	10,78	11,15

Tabelle 65 Sensitivität – Marktrisikoprämie und Basiszinssatz

d) Weitere Berechnungen

387. Bei Ansatz einer Ausschüttungsquote i.H.v. 25,0 % auch im Terminal Value (und nicht nur in der Detailplanungs- und Konvergenzphase) ergäbe sich zum 30. Juni 2021 ein Wert je Aktie i.H.v. 10,30 € je Aktie.
388. Bei Verzicht auf eine Veräußerungsgewinnbesteuerung ergäbe sich zum 30. Juni 2021 ein Wert je Aktie i.H.v. 10,19 € je Aktie.

Wird entsprechend zusätzlich auf die Nachversteuerung i.V.m. dem steuerlichen Einlagekonto verzichtet, ergäbe sich zum 30. Juni 2021 ein Wert je Aktie i.H.v. 10,28 € je Aktie.

2. Vergleichsorientierte Bewertung

a) Grundlagen

389. Bei der Anwendung von Multiplikatorverfahren sind Marktpreise vergleichbarer Unternehmen Grundlage der Beurteilung. Grundidee der Multiplikatorverfahren ist es dabei, dass sich der Wert (bzw. eher der Preis) eines Unternehmens aus einem Kennzahlenvergleich mit anderen Unternehmen (Peer Group) ermitteln lässt. Zur Ermittlung der in der Praxis verbreiteten Entity-Multiplikatoren wird i.d.R. der Marktpreis des Vergleichsunternehmens (Enterprise Value oder Gesamtunternehmenswert – bestehend aus Kaufpreis (Transaktions-Multiplikatoren) bzw. Marktkapitalisierung (Börsenkurs-Multiplikatoren), Anteilen anderer Gesellschafter und verzinslichem Fremdkapital zu einer Bezugsgröße (Umsatz, EBITDA, EBIT) ins Verhältnis gesetzt.
390. Bei der Anwendung von Multiplikatoren sollte vorrangig auf prognostizierte Bezugsgrößen für einen nach dem Bewertungsstichtag endenden Zeitraum (Basisjahr) abgestellt werden. Ist bzw. Vergangenheitsdaten kommt eine geringe Aussagekraft zu, da sie nur bedingt und allenfalls in bereinigter Form Rückschlüsse auf die Fähigkeit zur Erzielung künftiger finanzieller Überschüsse ermöglichen, die für die Preisbildung relevant sind.
391. Auch der IDW S 1 i.d.F. 2008 fordert grundsätzlich die Durchführung von vergleichenden Marktbewertungen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143 f.).
392. Vergleichswertorientierte Bewertungsüberlegungen (Börsenkurs- und Transaktions-Multiplikatoren) sind im vorliegenden Fall aufgrund der Unterschiede in den jeweiligen Geschäftsmodellen (unterschiedliche Wertschöpfungstiefen und unterschiedliche Ziel- bzw. Absatzmärkte) und damit verbunden aufgrund der unterschiedlichen Wachstumsaussichten und Margen-Niveaus der IVP im Vergleich zu den Unternehmen der „Surface Vision“-Peer Group nur ganz eingeschränkt als Plausibilisierungsmaßstab geeignet.
393. Gleichwohl haben wir für die Peer Group-Unternehmen Börsenkurs-Multiplikatoren mit der Bezugsbasis Umsatz und EBIT bestimmt und diese den impliziten Multiplikatoren, die sich aus der kapitalwertorientierten Bewertung der IVP-Gruppe (Enterprise Value, vor Abzug von Net Debt und Hinzurechnung von Sonderwerten) ergeben, gegenübergestellt.
394. Weitere Analysen mit der Bezugsbasis EBITDA sowie Analysen der vergleichsorientierten Bewertungsüberlegungen des Bewertungsgutachters haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.

b) Implizite Multiplikatoren IVP-Gruppe

395. Für die Peer Group-Unternehmen haben wir die Multiplikatoren zum Erhebungsstichtag 31. März 2021 bestimmt.
396. Den Enterprise Value zur Bestimmung der impliziten Multiplikatoren der IVP-Gruppe haben wir entsprechend zum 31. März 2021 wie folgt bestimmt:

IVP SO

	in T€	30. Sep 20	Aufzinsung	31. Mrz 21
Enterprise Value		35.710		
Net Debt		-2.333		
Ertragswert		33.377	1.0311	34.414
Net Debt				2.333
Enterprise Value				36.747

Tabelle 66 Enterprise Value zum 31. März 2021

397. Davon ausgehend ergeben sich die impliziten Multiplikatoren für die IVP-Gruppe wie folgt:

IVP SO

	in T€	Ist	Prognose				
		LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5
Enterprise Value zum 31. März 2021		36.747	36.747	36.747	36.747	36.747	36.747
Umsatzerlöse		27.571	22.057	25.034	25.785	26.430	26.958
Umsatz-Multiplikatoren		1,3 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	1,4 x
EBIT		2.853	149	1.219	1.259	1.372	1.615
EBIT-Multiplikatoren		12,9 x	245,9 x	30,1 x	29,2 x	26,8 x	22,7 x

Tabelle 67 Implizite Multiplikatoren zum 31. März 2021

398. Für die Ist-Multiplikatoren haben wir auf die bereinigten Größen abgestellt.

c) Umsatz-Multiplikatoren

399. Die impliziten Umsatz-Multiplikatoren der IVP-Gruppe stellen sich im Vergleich zu den Umsatz-Multiplikatoren der Peer Group Surface Vision wie folgt dar:

IVP SO

Umsatz-Multiplikatoren	Ist	Prognose				
		LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4
Surface Vision (Peer Group 1)						
Cognex Corporation	17,6 x	14,7 x	13,2 x	11,8 x	11,0 x	
Basler Aktiengesellschaft	5,7 x	4,8 x	4,3 x	3,7 x	3,4 x	3,1 x
CyberOptics Corporation	2,5 x	2,3 x	2,0 x			
ViTrox Corporation Berhad	14,5 x	12,2 x	10,7 x	9,4 x	6,5 x	
Jenoptik AG	2,2 x	1,9 x	1,8 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x
AMETEK, Inc.	6,8 x	6,4 x	5,9 x	5,3 x	4,1 x	3,6 x
Datalogic S.p.A.	2,0 x	1,8 x	1,6 x	1,5 x		
TKH Group N.V.	1,6 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
Teledyne Technologies Incorporated	5,1 x	4,8 x	4,5 x	4,3 x		
Keyence Corporation	20,9 x	17,9 x	15,7 x	14,4 x	13,3 x	12,1 x
Aspen Technology, Inc.	16,7 x	13,4 x	13,2 x	12,5 x		
Minimum	1,6 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
Arithm. Mittelwert	8,7 x	7,4 x	6,8 x	6,6 x	5,9 x	4,3 x
Median	5,7 x	4,8 x	4,5 x	4,8 x	4,1 x	3,1 x
Maximum	20,9 x	17,9 x	15,7 x	14,4 x	13,3 x	12,1 x
IVP (bereinigt)	1,3 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	1,4 x

Tabelle 68 Umsatz-Multiplikatoren Peer Group Surface Vision

400. Die impliziten Multiplikatoren der IVP-Gruppe liegen am unteren Rand der Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen. Dies kann insbesondere auf die geringe Wertschöpfungstiefe der IVP-Gruppe im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen zurückgeführt werden.

d) Ergebnis-Multiplikatoren

401. Die impliziten EBIT-Multiplikatoren der IVP-Gruppe stellen sich im Vergleich zu den EBIT-Multiplikatoren der Peer Group Surface Vision wie folgt dar:

IVP SO

EBIT-Multiplikatoren	Ist	Prognose				
	LFY	LFY+1	LFY+2	LFY+3	LFY+4	LFY+5
Surface Vision (Peer Group 1)						
Cognex Corporation	69,5 x	48,1 x	41,0 x	38,3 x	38,3 x	
Basler Aktiengesellschaft	45,4 x	33,5 x	29,5 x	25,2 x	23,7 x	21,4 x
CyberOptics Corporation	29,5 x	24,2 x	17,4 x			
ViTrox Corporation Berhad	33,5 x	46,6 x	39,4 x	34,5 x	23,9 x	
Jenoptik AG	22,2 x	16,5 x	14,5 x	13,6 x	12,0 x	11,3 x
AMETEK, Inc.	29,4 x	26,3 x	23,8 x	21,1 x	15,5 x	13,1 x
Datalogic S.p.A.	33,3 x	18,7 x	15,9 x	14,4 x		
TKH Group N.V.	25,8 x	19,4 x	16,2 x	13,1 x	12,1 x	10,9 x
Teledyne Technologies Incorporated	30,5 x	28,2 x	25,4 x	23,2 x		
Keyence Corporation	40,0 x	33,8 x	28,9 x	25,8 x	23,7 x	20,7 x
Aspen Technology, Inc.	38,7 x	23,0 x	24,6 x	23,6 x		
Minimum	22,2 x	16,5 x	14,5 x	13,1 x	12,0 x	10,9 x
Arithm. Mittelwert	36,2 x	29,0 x	25,1 x	23,3 x	21,3 x	15,5 x
Median	33,3 x	26,3 x	24,6 x	23,4 x	23,7 x	13,1 x
Maximum	69,5 x	48,1 x	41,0 x	38,3 x	38,3 x	21,4 x
IVP (bereinigt)	12,9 x	245,9 x	30,1 x	29,2 x	26,8 x	22,7 x

Tabelle 69 EBIT-Multiplikatoren Peer Group Surface Vision

402. Die impliziten Multiplikatoren der IVP-Gruppe liegen für die Planjahre eher im oberen Bereich der Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen. Dies kann insbesondere auf das im Planungszeitraum – im Vergleich zum nachhaltig angesetzten Margenniveau – noch geringe Margenniveau zurückgeführt werden.

3. Buchwertorientierte Bewertung

403. Der Ansatz eines Liquidationswerts ist geboten, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation der Gesellschaft den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt und zudem die Möglichkeit der Unternehmenszerschlagung tatsächlich besteht (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 140).

Nach unserer Einschätzung liegt der Liquidationswert der Gesellschaft nicht über dem unter Fortführungsgesichtspunkten ermittelten Unternehmenswert der IVP-Gruppe.

404. Die Bewertung der Substanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt bei Einbeziehung aller bilanzierungsfähigen Vermögensgegenstände zum so genannten Teilrekonstruktionswert des Unternehmens. Einem als Teilrekonstruktionswert verstandenen Substanzwert kommt keine eigenständige Bedeutung für die Ermittlung des Unternehmenswertes zu (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6 und Tz. 170 ff.).

405. Gleichwohl kann dem bilanziellen Eigenkapital eine gewisse Bedeutung bei der Plausibilisierung des unter Fortführungsgesichtspunkten ermittelten Unternehmenswerts der IVP-Gruppe zukommen. Daher haben wir den Unternehmenswert der IVP-Gruppe zunächst mit dem bilanziellen Eigenkapital der IVP (IFRS-Teilkonzernabschluss) zum 30. September 2020 verglichen:

- Der Unternehmenswert der IVP-Gruppe zum 30. September 2020 beträgt 59,9 Mio. €.
- Das bilanzielle Eigenkapital der IVP zum 30. September 2020 beträgt 45,1 Mio. €.

Der Unternehmenswert liegt damit um 33 % (ein Drittel) über dem bilanziellen Eigenkapital.

406. Weiterhin haben wir den Unternehmenswert der IVP-Gruppe mit dem auf Ebene der ISRA VISION bilanzierten Beteiligungsbuchwert zum 30. September 2020 verglichen:

- Der Unternehmenswert der IVP-Gruppe zum 30. September 2020 beträgt 59,9 Mio. €.
- Der Beteiligungsbuchwert der IVP-Gruppe auf Ebene der ISRA Vision zum 30. September 2020 beträgt 34,2 Mio. € bzw. – auf 100 % hochgerechnet – 35,6 Mio. €.

Der Unternehmenswert liegt damit um gut 65 % (zwei Drittel) über dem bilanzierten Beteiligungsbuchwert.

4. Analystenberichte, Börsenkurse und Vorerwerbe

407. Analystenberichte (Kursziele) liegen für die IVP-Gruppe nicht vor.
408. Börsenkurse sind im Fall der IVP-Gruppe als Plausibilisierungsgrundlage nicht geeignet (siehe auch Abschnitt E.I).
409. Vorerwerbe erfolgten letztmals im Jahr 2011.

5. Zwischenergebnis

410. Es haben sich auf Basis der von uns durchgeführten

- Sensitivitätsanalysen und
- buchwertorientierten Bewertungsüberlegungen

keine Anhaltspunkte ergeben, die gegen die Plausibilität des von uns kapitalwertorientiert ermittelten Unternehmenswerts der IVP-Gruppe sprechen.

411. Vergleichswertorientierte Bewertungsüberlegungen (Börsenkurs-Multiplikatoren) sind im vorliegenden Fall aufgrund

- der Unterschiede in den jeweiligen Geschäftsmodellen (unterschiedliche Wertschöpfungstiefen und unterschiedliche Ziel- bzw. Absatzmärkte) und damit verbunden,
- der unterschiedlichen Wachstumsaussichten und
- der unterschiedlichen Margen-Niveaus

nur ganz eingeschränkt als Plausibilisierungsmaßstab geeignet.

Entsprechendes gilt für Transaktions-Multiplikatoren.

E. Angemessenheit der Barabfindung

I. Börsenkurs als Wertuntergrenze

1. Überblick

412. Nach den von der Rechtsprechung entwickelten und in Abschnitt C.II.7 beschriebenen Grundsätzen stellt der Börsenkurs eines Unternehmens grundsätzlich die Wertuntergrenze für die Höhe einer angemessenen Abfindung dar.

413. Nach der Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (BVerfG, 1 BvR 1613/94) ist der Börsenkurs zumindest dann nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen, wenn dieser den Verkehrswert einer Aktie nicht abbildet (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00), wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegeln.

Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist (OLG Düsseldorf 26. Zivilsenat vom 4. Oktober 2006 – I-26 W 7/06 AktE).

414. Als Grundlage für eine Einschätzung, ob eine Marktenge vorliegt, können die Vorgaben des § 5 WpÜG-Angebotsverordnung herangezogen werden.

415. Die Kriterien gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung sind auf den Fall eines öffentlichen Übernahmeangebots bzw. eines Pflichtangebots bei einer börsengehandelten Aktiengesellschaft gerichtet. Die Anwendung dieser Kriterien auch auf andere der Abfindungsermittlung zugrunde liegende Maßnahmen, insbesondere auf Squeeze outs, ist in der Praxis anerkannt.

Die Anwendung auch auf Gesellschaften, deren Aktien nicht zum Börsenhandel im regulierten Markt zugelassen sind, sondern deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden, wird in der Rechtsprechung praktiziert, zumindest erwogen und ggf. in Zusammenhang mit weiteren Kriterien angewandt; dies gilt auch für den Fall, dass der Freihandel ohne Zustimmung der Gesellschaft und ohne einen entsprechenden Antrag der Gesellschaft auf einen Freihandel erfolgt.

416. Demzufolge liegt bei einer Anwendung von § 5 WpÜG-Angebotsverordnung analog eine Marktenge vor, wenn für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung an weniger als an einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen (siehe dazu nachfolgend Abschnitt E.I.2).

-
417. Über die Kriterien auf Markten gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung hinaus werden im Zusammenhang mit der Verwendung des Börsenkurses als Wertuntergrenze der Abfindung weitere Kriterien erörtert und praktiziert. Eine Gesamtsicht gewinnt tendenziell umso mehr an Bedeutung, je weiter die zu beurteilende Aktie vom Referenzpunkt eines aktiven Handels im regulierten Markt entfernt ist (siehe dazu nachfolgend Abschnitt E.I.3).

2. 3-Monats-umsatzgewichteter Durchschnittskurs und Kriterien gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung analog

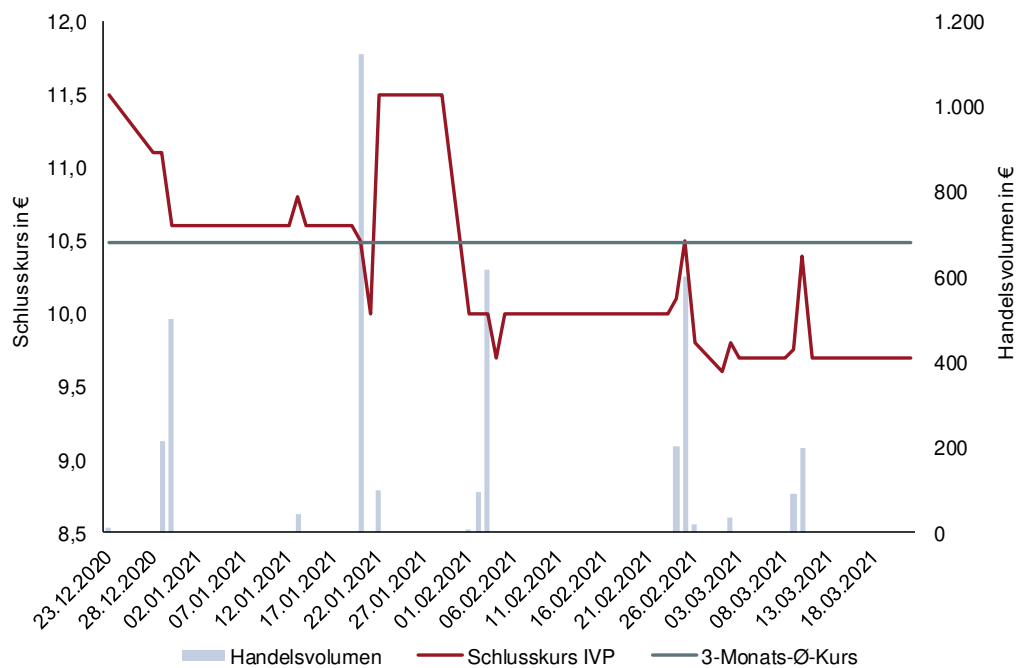
418. Mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, so dass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne Einfluss durch die Maßnahme widerspiegelt.
419. Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum ist der der Barabfindung als Untergrenze zugrunde zu legende maßgebliche Börsenkurs gemäß der „Stollwerck-Entscheidung“ des BGH (BGH vom 19. Juli 2010 II ZB 18/09) und in Übereinstimmung mit weiten Teilen der Literatur als nach Umsätzen gewichteter Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung stellt ebenfalls auf den so ermittelten Durchschnittskurs und den Dreimonatszeitraum ab.
420. Aus diesem Grund endet der – für die Untersuchung zugrunde liegende – relevante Beobachtungszeitraum für den Börsenkurs der IVP-Aktie am Tag vor der Bekanntmachung des Squeeze out-Vorhabens am 23. März 2021. Vor diesem Hintergrund umfasst der dreimonatige Referenzzeitraum den 23. Dezember 2020 bis einschließlich 22. März 2021.
421. Nur wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt – im Fall des BGH siebeneinhalb Monate – soll unter bestimmten Umständen eine Anpassung des ermittelten Durchschnittskurses in Betracht kommen.

Eine etwaige Anpassung bzw. Aufzinsung eines – wie vorstehend beschrieben ermittelten – Kurses auf den Tag der über die Strukturmaßnahme beschließenden Hauptversammlung erachten wir schon vor dem Hintergrund des im vorliegenden Fall gegebenen Zeitfensters zwischen dem 23. März 2021 (Bekanntmachung des Squeeze out-Vorhabens) und dem Tag der Hauptversammlung (30. Juni 2021) als nicht relevant.

422. Im Folgenden wird der Börsenkurs der IVP-Aktie im dreimonatigen Zeitraum vor der Veröffentlichung der maßgeblichen Strukturmaßnahme am 23. März 2021 im Hinblick auf seine Eignung als Wertuntergrenze für Zwecke der Feststellung der Barabfindung der Minderheitsaktionäre der IVP analysiert.

423. Die folgende Abbildung zeigt den Verlauf des Kurses der IVP-Aktie über den Drei-Monats-Zeitraum vom 23. Dezember 2020 bis einschließlich 22. März 2021 sowie den dreimonatigen umsatzgewichteten Durchschnittskurs zum 22. März 2021, dem Tag vor Bekanntgabe des Squeeze Out Vorhabens (Datenbasis: Eigene Analyse anhand auf Basis der Daten der Finanzinformationsdienstleister Refinitiv):

IVP SO



Quelle: Refinitiv

Abbildung 25 Aktienkurs und Handelsvolumen 23. Dezember 2020 bis zum 22. März 2021

424. Anhand der Daten zum aktiven Handel ergibt sich über den Dreimonatsraum der umsatzgewichtete Durchschnittskurs i.H.v. 10,48 €.

425. In der folgenden Übersicht sind für den relevanten Dreimonatszeitraum die Tage mit aktivem Handel und die entsprechenden Daten zur IVP-Aktie hervorgehoben:

IVP SO

Datum	Eröffnungskurs	Schlusskurs	Briefkurs	Geldkurs	Geld-Brief-Spanne	Handelsvolumen	Gewichteter Ø-Preis	Tagesrendite (Handelstage)		Aktiver Handelstag
								Schlusskurs	Gew. Ø-Preis	
22.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
19.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
18.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
17.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
16.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
15.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
12.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
11.03.21	9,70	9,70	10,60	9,70	8,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
10.03.21	9,70	10,40	10,60	9,70	8,9%	200	10,40	6,7%	6,7%	WAHR
09.03.21	9,70	9,75	10,60	9,70	8,9%	90	9,75	-0,5%	-0,5%	WAHR
08.03.21	9,70	9,70	11,00	9,70	12,6%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
05.03.21	9,70	9,70	11,00	9,70	12,6%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
04.03.21	9,70	9,70	11,00	9,70	12,6%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
03.03.21	9,70	9,70	11,00	9,70	12,6%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
02.03.21	9,70	9,80	11,00	9,70	12,6%	37	9,80	-	0,0%	WAHR
01.03.21	9,60	9,60	11,00	9,70	12,6%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
26.02.21	9,70	9,80	11,00	9,70	12,6%	18	9,80	-6,7%	-6,7%	WAHR
25.02.21	10,10	10,50	11,00	10,00	9,5%	600	10,50	4,0%	-0,4%	WAHR
24.02.21	10,00	10,10	10,50	10,00	4,9%	202	10,55	1,0%	7,2%	WAHR
23.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
22.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
19.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
18.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
17.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
16.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
15.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
12.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
11.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
10.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
09.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
08.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
05.02.21	10,00	10,00	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
04.02.21	9,70	9,70	11,00	10,00	9,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
03.02.21	9,50	10,00	11,00	10,00	9,5%	617	9,84	0,0%	-1,6%	WAHR
02.02.21	10,00	10,00	11,00	9,50	14,6%	96	10,00	0,0%	0,0%	WAHR
01.02.21	10,00	10,00	11,50	10,00	14,0%	7	10,00	-13,0%	-13,0%	WAHR
29.01.21	11,50	11,50	11,50	10,00	14,0%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
28.01.21	11,50	11,50	11,50	10,00	14,0%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
27.01.21	11,50	11,50	11,50	10,00	14,0%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
26.01.21	11,50	11,50	11,50	10,00	14,0%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
25.01.21	11,50	11,50	11,50	10,00	14,0%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
22.01.21	10,00	11,50	11,50	10,00	14,0%	100	11,50	9,5%	9,5%	WAHR
21.01.21	10,00	10,00	11,50	10,00	14,0%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
20.01.21	10,60	10,50	11,50	10,00	14,0%	1.125	10,50	-2,8%	-2,8%	WAHR
19.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
18.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
15.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
14.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
13.01.21	10,60	10,80	12,50	10,60	16,5%	45	10,80	1,9%	-1,8%	WAHR
12.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
11.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
08.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
07.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
06.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
05.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
04.01.21	10,60	10,60	12,50	10,60	16,5%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
30.12.20	11,00	10,60	12,50	10,60	16,5%	500	11,00	-4,5%	-0,9%	WAHR
29.12.20	11,10	11,10	12,50	11,00	12,8%	215	11,10	-3,5%	-3,4%	WAHR
28.12.20	11,10	11,10	12,50	11,10	11,9%	0	N/A	N/A	N/A	FALSCH
23.12.20	11,50	11,50	12,50	11,10	11,9%	13	11,50	N/A	N/A	WAHR

Tabelle 70 Aktien-Tageswerte vom 23. Dezember 2020 bis zum 22. März 2021

426. In dem dreimonatigen Referenzzeitraum erfolgte der Handel mit den Aktien der IVP an insgesamt 15 von maximal 60 Handelstagen – und somit an 1/4 der möglichen Handelstage.
427. Im betrachteten Dreimonatszeitraum gab es einmal Kurssprünge von über 5,0 % an mehreren nacheinander kommenden Tagen mit aktivem Handel (jeweils bezogen auf den gewichteten Durchschnittskurs bzw. den Schlusskurs des Handelstages):
- 20. Januar / 22. Januar 2021: +9,5 %,
 - 22. Januar / 1. Februar 2021: -13,0 %.

Die zugrundeliegenden Handelsvolumina betragen 1.125 Stück am 20. Januar 2021, 100 Stück am 22. Januar 2021 und sieben Stück am 1. Februar 2021.

428. Insofern wird das Kriterium für Marktenge sowohl in Bezug auf die maximale Anzahl der Handelstage als auch in Bezug auf die notwendigen Kurssprünge für die IVP-Aktie und insoweit insgesamt erfüllt.
429. Die Kriterien für Marktenge gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung sind quantitativ bestimmt und damit ist ihr Erfüllen bzw. Nicht-Erfüllen auch quantitativ bestimmbar (vgl. dazu OLG Hamburg vom 7. September 2020 –13 W 122/20, Rz. 33, das einen Kurssprung von 4,9 % als eben nicht ausreichend in Bezug auf das 5,0 %-Kriterium ansah; insofern ist das einmalige Vorliegen zweier aufeinanderfolgender Kurssprünge wohl hinreichend).
430. Allerdings wird in Teilen der Literatur (vgl. Kremer/Oesterhaus, § 31 Anh. – § 5 AngebVO, Rz. 23, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage) erörtert, inwieweit gegenläufige Kurssprünge auf nahezu das ursprüngliche Niveau (sogenannte „Rücksetzer“) bei einer Beurteilung im Hinblick auf die Kriterien gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung zu berücksichtigen sind.
431. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht könnte – bei einer deutlich geringen Anzahl der Tage mit aktivem Handel – erwogen werden zu hinterfragen, inwieweit sich daraus Auswirkungen auf das zweite Kriterium „hintereinander folgende Kurssprünge“ ergeben könnten und inwieweit dieses zweite Kriterium dann gegebenenfalls an Relevanz einbüßt.
432. Vor diesem Hintergrund haben wir, auch um aus betriebswirtschaftlicher Sicht eine Gesamtschau auch unter Berücksichtigung der weiteren in der Rechtsprechung angewandten Kriterien sicherzustellen, auch weitere Merkmale der Aktie der IVP bzw. ihres Kurses analysiert.

Die etwaige Anwendung / Berücksichtigung durch das Gericht stellt auch im vorliegenden Fall (Landgericht Köln) eine von uns nicht zu beantwortende Rechtsfrage dar.

3. Weitere Kriterien

- 433. Die Aktie der IVP wurde innerhalb des Drei-Monats-Zeitraums an 15 von 60 möglichen Börsentagen gehandelt (siehe Text 425). Dabei fand im Zeitraum 4. bis 23. Februar 2021 und damit über einen ununterbrochenen Zeitraum von 14 Börsentage kein Handel statt.
- 434. Das Handelsvolumen innerhalb des Drei-Monats-Zeitraums beträgt insgesamt 3.890 Stück (Basis: Thompson Reuters). Dies entspricht $(3.890 / 244.043 =)$ 1,6% der nicht vom Hauptaktionär gehaltenen Aktien.
- 435. Im relevanten Zeitraum betrug der durchschnittliche Geld-Brief-Spread 12,1 %.
- 436. Die vorstehenden weiteren Merkmale der Aktie der IVP im Dreimonatszeitraum weisen in der Gesamtschau darauf hin, dass dem Kurs der Aktie der IVP keine wirksame Funktion als Wertuntergrenze der Abfindung zukommt.
- 437. Für die Aktie der IVP liegen im Drei-Monats-Zeitraum durchgängig Geldkurse vor. In welchem Umfang dabei die Möglichkeit für einen Minderheitsaktionär bzw. die Minderheitsaktionäre insgesamt bestand, seinen bzw. ihre Aktie(n) tatsächlich zu veräußern (sogenannte Desinvestitionsalternative), kann insofern offenbleiben, als in der Rechtsprechung nicht auf die reine Verkaufsmöglichkeit als solche, sondern die Verkaufsmöglichkeit zum Verkehrswert abgestellt wird. Dies setzt wiederum einen hinreichenden Handel mit der entsprechenden Aktie voraus, der vorliegend nicht gegeben ist.
- 438. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sind auch Konstellationen denkbar, in denen eine Desinvestitionsalternative auch ohne aktiven Handel relevant sein könnte; die entsprechenden Anforderungen (etwa Bindungswirkung der angezeigten Nachfrage, nachgefragte Menge, Zahlungsfähigkeit/-bereitschaft des Nachfragers, Grad der Sicherheit des tatsächlichen Vollzugs der Transaktion) sind allerdings so hoch, dass wohl bereits aus praktischen Gründen (nur) ein tatsächlicher breiter aktiver Handel als Nachweis der Desinvestitionsalternative angesehen wird.

-
439. Die IVP unterliegt aufgrund der fehlenden Börsennotierung (keine Zulassung zum regulierten Markt) und dem Einbezug in den Freiverkehr ohne ihre Zustimmung nur eingeschränkten Publikationspflichten (vgl. dazu näher die Ausführungen in der Gutachtlichen Stellungnahme, S. 103 f.).

Die IVP ist in die Konzernberichterstattung der ISRA VISION einbezogen. Die (quantitative) Segmentberichterstattung der ISRA VISION ist primär auf die beiden Bereiche „Industrial Automation“ und „Surface Vision“ ausgerichtet.

Die IVP ist Bestandteil des Bereichs „Surface Vision“ der ISRA VISION. Der Bereich „Surface Vision“ der ISRA VISION umfasst allerdings deutlich mehr Business Units bzw. Zielmärkte als Metall und Papier – die Zielmärkte der IVP; die Business Units der IVP umfassen dabei etwa 85 % der beiden entsprechenden BUs der ISRA VISION.

Im Lagebericht der ISRA VISION erfolgen auch einzelne Ausführungen auf der Ebene der Business Units (d.h. differenzierter als auf Segment-Ebene), allerdings in qualitativer Form und von Inhalt / Umfang her (zulässigerweise) begrenzt.

440. Die Finanzberichterstattung und Publizität auf Ebene der ISRA VISION, in welche die IVP-Gruppe zwar grundsätzlich eingeschlossen ist, aber dort kein eigenes Berichtobjekt bildet (etwa als Segment mit auch quantitativer Berichterstattung), bietet keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass auf dieser Basis eine aussagekräftige Kursbildung in Bezug auf die Aktie der IVP erfolgt bzw. erfolgen kann.
441. Hinweise auf eine etwaige Manipulation des Kurses der IVP-Aktie liegen uns nicht vor.

4. Ergebnis

442. Insgesamt kommt dem Kurs der Aktie der IVP im Drei-Monats-Zeitraum vom 23. Dezember 2020 bis einschließlich 22. März 2021 keine wirksame Funktion als Wertuntergrenze der Abfindung zu.

II. Vorgeschlagene Barabfindung

443. Der Bewertungsgutachter ermittelt im Rahmen seiner Gutachtlichen Stellungnahme zum 30. Juni 2021 einen Unternehmenswert i.H.v. 10,24 € je Aktie.

Den volumengewichteten Börsenkurs (10,48 € je Aktie) sieht der Bewertungsgutachter im vorliegenden Fall nicht als Wertuntergrenze geeignet an.

444. Die Ergebnisse unserer Prüfung dieser Wertermittlung einschließlich der dabei von uns vorgenommenen ergänzenden Analysen sowie unserer eigenen Analysen sind im vorstehenden Bericht detailliert dargelegt.

Wir haben mit unserer eigenen Bewertung einen Ertragswert der IVP-Gruppe zum 30. September 2020 i.H.v. 33.377 T€ ermittelt. Zuzüglich der Sonderwerte (nicht betriebsnotwendige Liquidität und steuerliches Einlagenkonto) i.H.v. 26.545 T€ ergibt sich zum 30. September 2020 ein Unternehmenswert i.H.v. 59.922 T€.

Aufgezinst mit den Eigenkapitalkosten des ersten Planjahres (6,33 %) ergibt sich zum 30. Juni 2021, dem Tag der ordentlichen Hauptversammlung der IVP, ein Unternehmenswert i.H.v. 62.735 T€. Dies entspricht einem Unternehmenswert i.H.v. 10,11 € je Aktie.

Der volumengewichtete Börsenkurs (10,48 € je Aktie) ist im vorliegenden Fall nicht als Wertuntergrenze geeignet.

445. Die Hauptaktionärin hat im Entwurf des Beschlusses über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der IVP auf die Hauptaktionärin vom 20. Mai 2021 eine Barabfindung i.H.v. 10,24 € je Aktie vorgeschlagen.

Wir erachten die vorgeschlagene Barabfindung als angemessen.

446. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 21. Mai 2021 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der IVP über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der IVP am 30. Juni 2021 wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der IVP-Gruppe ergeben, wären diese bei der Bemessung der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

F. Abschließende Erklärung

Als vom Gericht bestellte Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der ISRA VISION AG, Darmstadt, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, geprüft.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der ISRA VISION PARSYTEC AG, Aachen, infolge der Übertragung ihrer Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, i.H.v. 10,24 € je Aktie angemessen.“

Wir erstatten diesen Bericht entsprechend den Berufsgrundsätzen, wie sie insbesondere in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüfungsordnung niedergelegt sind.

Essen, den 21. Mai 2021

IVC Independent Valuation & Consulting
Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Jörn Schulte".

Dr. Jörn Schulte
(Wirtschaftsprüfer)

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "ppa. Dr. Alexander Brunner".

ppa. Dr. Alexander Brunner
(Wirtschaftsprüfer)



G. Anhang I – Bewertungen und Bewertungsgrundlagen

I. Planung IVP-Gruppe – vor Anpassungen Bewertungsgutachter

1. Gewinn- und Verlustrechnungen

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 71 Gewinn- und Verlustrechnungen – vor Anpassungen Bewertungsgutachter

2. Bilanzen

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 72 Bilanzen – vor Anpassungen Bewertungsgutachter

II. Planung IVP-Gruppe – nach Anpassungen Bewertungsgutachter

1. Gewinn- und Verlustrechnungen

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 73 Gewinn- und Verlustrechnungen – nach Anpassungen Bewertungsgutachter

2. Bilanzen

Abbildungs- bzw. Tabelleninhalt wurde von ISRA VISION und IVP als wettbewerbskritisch eingestuft; wir haben die Abbildung bzw. Tabelle zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Tabelle 74 Bilanzen – nach Anpassungen Bewertungsgutachter

III. Replikation der Bewertung des Bewertungsgutachters

IVP SO

in T€	Phase I					Phase II				TV
	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28		
EBITDA	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960	5.752	6.541	7.328	7.423	
Abschreibungen (-)	-3.013	-3.289	-3.437	-3.468	-3.345	-3.207	-3.225	-3.268	-3.372	
EBIT	149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.545	3.316	4.060	4.051	
Zinsertrag (+)	3	6	7	9	10	10	8	7	6	
Net Operating Profit (NOP)	152	1.226	1.267	1.381	1.625	2.555	3.325	4.066	4.057	
Zinsaufwand (-)	-29	-31	-32	-34	-35	-37	-37	-37	-37	
EBT	123	1.195	1.235	1.348	1.590	2.519	3.288	4.029	4.019	
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag (-)	-37	-359	-370	-404	-477	-756	-986	-1.209	-1.206	
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	86	837	864	943	1.113	1.763	2.301	2.820	2.814	
Effektiver Unternehmensteuersatz	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	
Ergebnis nach Anteilen anderer Gesellschafter	86	837	864	943	1.113	1.763	2.301	2.820	2.814	
Echte Thesaurierung (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-232	
Ausschüttungs-/Rückzahlungspotential	86	837	864	943	1.113	1.763	2.301	2.820	2.582	
Ausschüttungen										
Ausschüttung / Dividende (-)	22	209	216	236	278	441	575	705	1.291	
Pauschale Thesaurierung (kapitalwertneutrale Wiederanlage) (-) (+)	65	627	648	707	835	1.322	1.726	2.115	1.291	
Persönliche Steuer										
auf Ausschüttungen (-)	-6	-55	-57	-62	-73	-116	-152	-186	-340	
auf Pauschale Thesaurierung (-)	-9	-83	-85	-93	-110	-174	-228	-279	-170	
Zu kapitalisierendes Ergebnis	72	699	722	788	930	1.473	1.922	2.356	2.071	
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern nach Wachstumsabschlag	6,32%	5,95%	5,91%	5,84%	5,78%	5,73%	5,83%	5,93%	4,73%	
Barwertfaktor	1,00	0,94	0,89	0,84	0,79	0,75	0,71	0,67	0,63	
Barwerte	68	620	605	624	696	1.043	1.286	1.488	27.673	
Summe der Barwerte	34.102									
Barwert zu Beginn der Periode (Roll Back)	34.102	34.102	36.187	37.640	39.144	40.641	42.062	42.999	43.582	
Marktwert des Eigenkapitals zum 30. September 2020	34.102									
Aufzinsungsfaktor	1,05									
Marktwert des Eigenkapitals zum 30. Juni 2021	35.703									
Sonderwert zum 30. Juni 2021	27.821									
Unternehmenswert zum 30. Juni 2021	63.523									
Anzahl Aktien	6.206.178									
Wert je Aktie zum 30. Juni 2021	10,24									

Tabelle 75 Replikation der Bewertung des Bewertungsgutachters

IV. Planung IVP-Gruppe – Bilanzen nach Anpassungen IVC

447. Wir haben – wie auch der Bewertungsgutachter – ausgehend von der nach IFRS erstellen konsolidierten Bilanz der IVP-Gruppe zum 30. September 2020 die Bilanz für Bewertungszwecke durch eine entsprechende fiktive Ausschüttung des Excess Cash bereinigt und Umgliederungen vorgenommen:

IVP SO			
	Bilanz lt. Geschäfts- bericht 2019/20		Bewertungs- bilanz 2019/20
in T€		Δ	
Aktiva			
Immaterielle Vermögensgegenstände	12.263	-	12.263
Sachanlagen	202	-	202
Anlagevermögen	12.465	-	12.465
Vorräte (ohne geleistete Anzahlungen)	226	-	226
Anzahlungen	340	-	340
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11.928	-	11.928
Liquide Mittel (betriebsnotwendig)	2.712	-866	1.846
Sonstige Vermögensgegenstände	3.510	-	3.510
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	91	-	91
Latente Steuern	24	-	24
Vertragsvermögenswerte	-	-	-
Forderungen gegen verb. Unternehmen	35.493	-35.493	-
Unverzinsliches Umlaufvermögen	54.323	-36.359	17.964
Summe Aktiva	66.788	-36.359	30.429
Passiva			
Gezeichnetes Kapital	6.206	-	6.206
Kapitalrücklage	1.192	-	1.192
Gewinnrücklagen	5.274	-	5.274
Verlustvortrag	-	-	-
Gewinnvortrag	28.366	-28.366	-
Währungsumrechnungen	-92	-	-92
Immaterielle Wirtschaftsgüter (EB)	4.156	-	4.156
Eigenkapital	45.103	-28.366	16.737
Steuerrückstellungen	673	-	673
Latente Steuern	3.758	-	3.758
Sonstige Rückstellungen	178	-	178
Unverzinsliche Rückstellungen	4.608	-	4.608
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	357	1.027	1.384
Erhaltene Anzahlungen	2.385	-	2.385
Sonstige Verbindlichkeiten	2.710	-	2.710
Rechnungsabgrenzungsposten	272	-	272
Verbindlichkeiten gegen verb. Unternehmen	-	-	-
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	5.724	1.027	6.751
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	-	-	-
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	9.020	-9.020	-
Pensionsrückstellungen	2.333	-	2.333
Verzinsliche Verbindlichkeiten	11.353	-9.020	2.333
Summe Passiva	66.788	-36.359	30.429

Tabelle 76 Startbilanz zum 30. September 2020 (technischer Bewertungsstichtag)

448. Die Planbilanzen der IVP-Gruppe stellen sich dann wie folgt dar:

IVP SO

in T€	Ist 2019/20	Phase I 2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	Phase II 2025/26	2026/27	2027/28	TV
Aktiva										
Immaterielle Vermögensgegenstände	12.263	12.358	12.224	11.989	11.770	11.723	11.892	12.110	12.355	12.448
Sachanlagen	202	212	223	234	246	258	258	258	258	260
Anlagevermögen	12.465	12.571	12.447	12.223	12.016	11.981	12.150	12.369	12.614	12.708
Vorräte (ohne geleistete Anzahlungen)	226	226	259	272	286	292	308	326	344	347
Anzahlungen	340	340	340	340	340	340	359	379	401	404
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11.928	9.304	8.745	8.308	7.976	7.497	7.946	8.395	8.843	8.910
Liquide Mittel (betriebsnotwendig)	1.846	1.575	1.710	1.757	1.799	1.833	1.916	1.978	2.033	2.048
Sonstige Vermögensgegenstände	3.510	3.615	3.706	3.799	3.893	3.971	4.196	4.434	4.684	4.720
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	91	91	91	91	91	91	96	101	107	108
Latente Steuern	24	24	24	24	24	24	25	27	28	28
Unverzinsliches Umlaufvermögen	17.964	15.174	14.876	14.591	14.409	14.048	14.846	15.640	16.441	16.564
Excess Cash	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Positiver Finanzierungssaldo	-	1.676	2.929	3.789	4.515	5.216	4.708	4.142	3.542	3.569
Verzinsliches Umlaufvermögen	-	1.676	2.929	3.789	4.515	5.216	4.708	4.142	3.542	3.569
Summe Aktiva	30.429	29.420	30.252	30.603	30.940	31.245	31.705	32.150	32.597	32.841
Passiva										
Gezeichnetes Kapital	6.206	6.206	6.206	6.206	6.206	6.206	6.206	6.206	6.206	6.253
Kapitalrücklage	1.192	1.192	1.192	1.192	1.192	1.192	1.192	1.192	1.192	1.201
Gewinnrücklagen	5.274	5.274	5.274	5.274	5.274	5.274	5.274	5.274	5.274	5.313
Gewinnvortrag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Währungsumrechnungen	-92	-92	-92	-92	-92	-92	-92	-92	-92	-93
Immaterielle Wirtschaftsgüter (EB)	4.156	4.156	4.156	4.156	4.156	4.156	4.156	4.156	4.156	4.188
Eigenkapital	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.737	16.862
Latente Steuern	3.758	3.788	3.818	3.849	3.879	3.910	3.950	3.989	4.029	4.059
Sonstige Rückstellungen	178	868	885	903	921	939	949	958	968	975
Unverzinsliche Rückstellungen	4.608	4.656	4.703	4.751	4.800	4.850	4.898	4.947	4.997	5.034
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.384	1.231	1.342	1.377	1.411	1.427	1.508	1.573	1.639	1.651
Erhaltene Anzahlungen	2.385	1.908	2.166	2.231	2.286	2.332	2.472	2.611	2.751	2.771
Rechnungsabgrenzungsposten	272	272	272	272	272	272	274	277	280	282
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	6.751	5.578	6.240	6.414	6.567	6.681	7.063	7.429	7.795	7.854
Pensionsrückstellungen	2.333	2.450	2.572	2.701	2.836	2.978	3.007	3.037	3.068	3.091
Verzinsliche Verbindlichkeiten und Rückstellungen	2.333	2.450	2.572	2.701	2.836	2.978	3.007	3.037	3.068	3.091
Summe Passiva	30.429	29.420	30.252	30.603	30.940	31.245	31.705	32.150	32.597	32.841

Tabelle 77 Bilanzen – IVC

V. Kapitalkosten

1. Peer Groups – Prüfungsschema

449. Bei der Ableitung der Asset Betas bzw. Unlevered Betas über eine Peer Group folgen wir grundsätzlich dem folgenden Prüfschema:

IVP SO

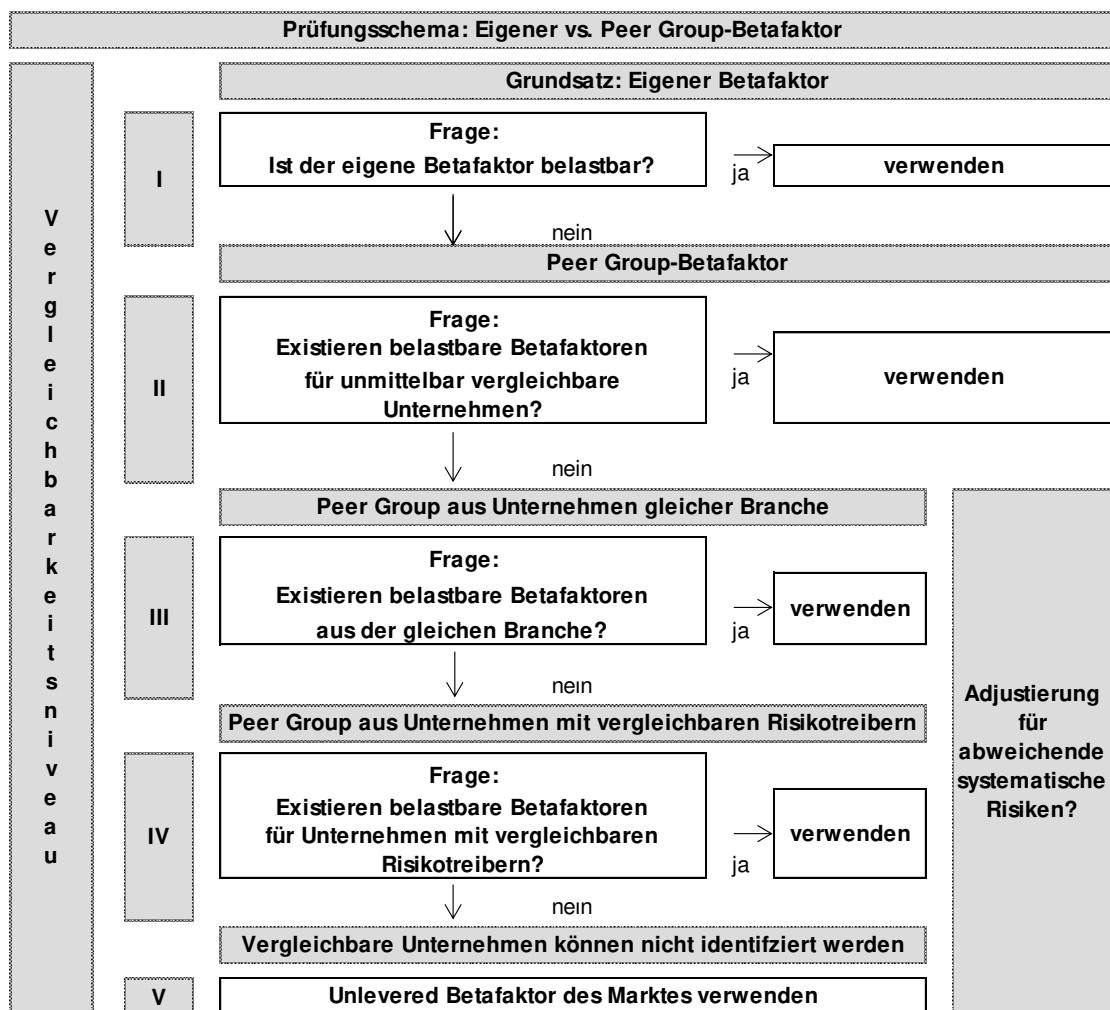


Abbildung 26 Prüfungsschema: Eigener versus Betafaktor der Peer Group

2. Peer Groups – Long Lists

a) Surface Vision

IVP SO

Name	Land	Unternehmensbeschreibung
Cognex Corporation	United States	Cognex Corporation provides machine vision products that capture and analyze visual information in order to automate manufacturing and distribution tasks worldwide. Its machine vision products are used to automate the manufacturing and tracking of discrete items, including mobile phones, aspirin bottles, and automobile tires by locating, identifying, inspecting, and measuring them during the manufacturing or distribution process. The company offers VisionPro software, a suite of patented vision tools for advanced programming; Cognex Designer that allows customers to build vision applications with a graphical, flowchart-based programming environment; and Cognex deep learning vision software. It also provides a range of inspection tasks, including part location, identification, measurement, assembly verification, and robotic guidance; and vision sensors for vision applications, such as checking the presence and size of parts; the In-Sight product line of vision systems and sensors. In addition, the company offers ID products comprising DataMan image-based barcode readers and barcode verifiers. It sells its products to consumer electronics, automotive, consumer products, food and beverage, pharmaceuticals, and medical devices industries, as well as through a network of distributors and integrators. The company was founded in 1981 and is headquartered in Natick, Massachusetts.
Costar Technologies, Inc.	United States	Costar Technologies, Inc., together with its subsidiaries, designs, develops, manufactures, and distributes various products for the video surveillance and machine vision markets in the United States. The company operates through three segments: Costar Video Systems, CohuHD Costar, and Other. Its products include video management software, surveillance cameras, network video and digital video recorders, lenses, and high speed domes, as well as industrial vision products; and monitors, cables, lighting, and other video accessories. The company also provides IP video solutions for traffic monitoring, security, surveillance, and military applications; and accessories, such as cables, camera mounts, and data storage devices. It provides its solutions for financial institutions, educational facilities, retail stores, manufacturing plants, highways, government buildings, military bases, borders, and other applications. The company was formerly known as Sixel, Inc. and changed its name to Costar Technologies, Inc. in October 2011. Costar Technologies, Inc. was founded in 1997 and is based in Coppell, Texas.
Hauman Technologies Corp.	Taiwan	Hauman Technologies Corp. develops products and solutions for information technology, semiconductor, optoelectronics, and photovoltaic industries in Taiwan, Mainland China, and the United States. The company offers hardware and software products; and application services, including planning, marketing, sales, installation, training, system maintenance, and integration services to the government agencies, institutions of higher learning, research institutes, financial institutions, and multinational corporations. It also provides materials, equipment, and automatic packaging and testing instruments; and wafer probers, IC test handlers, underfill dispensers, package inspection solutions, ATE testers, LED probers and sorters, X-ray inspection systems, solar cell texturing and manufacturing AOI systems, ESD monitoring systems, cleaning systems, sealing machines, cutters, forming machines, machine vision systems, texturing systems, automatic inspection systems, LED and LCD process, etc. The company was formerly known as Hauman Enterprise and changed its name to Hauman Technologies Corp. in 2000. The company was founded in 1979 and is headquartered in Taipei, Taiwan.
Ivisys AB (publ)	Sweden	Ivisys AB (publ) develops and sells machine vision inspection systems. Its systems provide solutions for quality inspection, verification, and machine guidance. The company's products include IVISYS Pro F, IVISYS Pro V, IVISYS Pro M, IVISYS advanced conveyor inspection station, and IVISYS Pro User Interface, as well as other solutions. The company is based in Lomma, Sweden.
NextEye Co., Ltd.	South Korea	NextEye Co., Ltd. develops and supplies machine vision systems for semiconductor, automotive, mobile phone, and household industries. The company offers FPD glass testing, polarized film testing, BLU detection system, and prism film testing; food container inspection, can joint detection, bottle appearance detection, packing box assembly detection, and date printing detection products. It also provides mobile phones and electronic machines, such as cover case three-dimensional measurement, PCB inspection of machine plate parts, mobile rear assembly's detection, and appearance detection products. In addition, the company offers vision lighting for testing equipment; indoor and outdoor lighting; and industrial and special lighting, and light panels, as well as operates an Internet based purchasing platform. The company was founded in 1998 and is headquartered in Anyang, South Korea.
OPT Machine Vision Tech Co., Ltd.	China	OPT Machine Vision Tech Co., Ltd. develops and supplies components and software for factory automation worldwide. The company offers SCI machine vision systems, including CI-Q2 vision controllers and software products; industrial lenses, such as Coloretto series line scan lenses, Hawk series line scan lenses, 29MP fixed focal length lenses, and Grampus series line scan lenses; standard light series comprising OPT-RI series ring, OPT-LI series bar, and OPT-LIT series uniformity bar lights; and industrial cameras, such as rolling shutter cameras, global shutter cameras, and high resolution C-mount cameras. It also offers custom lights, including waterproof lights, air-cooled lights, bi-directional lights, and vault lights; vision accessories, including SCI-PS3-300 power supply, SCI-GEIP GigE card, and extension tubes for line scan lenses; and controllers, including digital current controllers. In addition, the company provides hardware, 3D laser scanners, barcode readers, etc. Its products are used in semiconductor, liquid-crystal display panel, consumer electronics and lithium battery, new energy, laser processing, automotive, medical, household chemicals, food and beverage, printing, processing, and injection molding industries. The company offers its products through branches and distributors. The company was formerly known as Guangdong Technology Private Enterprise and changed its name to OPT Machine Vision Tech Co., Ltd. in 2016. The company was founded in 2006 and is headquartered in Dongguan, China.
VISCO Technologies Corporation	Japan	VISCO Technologies Corporation develops, manufactures, sells, and maintains machine vision systems in Japan and internationally. The company also provides machine vision systems related peripheral equipment, including cameras, digital camera cables, lighting controllers, and flash light controllers. In addition, it provides crack, scratch/foreign matter, boundary/burr/chip, Blob, connector, character, BGA, 3D, numerical, and robot picking and alignment inspection services, as well as image filters and PMS inspection systems; and consulting services. Further, the company offers image processing inspection technology services, such as alignment guidance, inspection, measuring, recognition, and direction/presence. It serves semiconductor, electronic parts, sundries, automobiles, plastics, robots, and pharmaceutical industries. The company was founded in 2003 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Stemmer Imaging AG	Germany	Stemmer Imaging AG provides machine vision technology for industry and non-industry applications worldwide. The company offers machine vision systems, such as 2D and 3D smart vision, application specific, hyperspectral, surface inspection, open architecture vision, and sequence recording systems; illumination products, including LED illumination products, diode lasers, cold light sources and high-frequency illumination products, and accessories for illumination; and optics consisting of zoom, fixed focus, telecentric measuring, macro and modular, motorized, line scan camera, infrared, UV, 3D, 360 degree, and multimagnification lenses, as well as accessories for lenses. It also provides area and line scan, 3D, smart, high speed recording, and spectral cameras, as well as contact image sensors and ID readers, and accessories for cameras; and CameraLink, GigE, CoaXPress, USB, FireWire, fibre optic, and analogue cables. In addition, the company offers CameraLink, CameraLink HS-Link, CoaXPress, GigE, DVI, LVDS, analogue, and FireWire input products, as well as accessories for image acquisition; IP streaming and video decoders/encoders; computers, such as industrial, compact, and embedded PC systems; and various machine vision software products. Further, it provides feasibility testing, training, sale or returns and loans, repairs, and custom cables services. The company serves the automotive, defense, security and aerospace, electronics, semiconductor and solar, factory automation, food and beverage, medical imaging, pharmaceutical, print and packaging, scientific research, sports, entertainment and broadcast, test and measurement, traffic, and rail and transport markets. Stemmer Imaging AG was founded in 1987 and is headquartered in Puchheim, Germany. Stemmer Imaging AG operates as a subsidiary of Primepulse SE.
Basler Aktiengesellschaft	Germany	Basler Aktiengesellschaft develops, manufactures, and sells digital cameras for professional users in Germany, Europe, the Middle East, Africa, the Americas, and Asia. The company offers area scan, line scan, powerpack microscopy, 3D, and network cameras; accessories, including lenses, I/O cables, power supplies, data cables, host adapters, hubs, and switches; and pylon camera software suite for getting Basler camera set-up and running. It also provides cameras, software, kits, and components for embedded vision; and lighting components, lenses, cables, frame grabbers, PC cards, network and peripheral devices, and accessories and bundles. The company's products are used in factory automation, retail, traffic and transportation, and medical and life sciences applications, as well as in sports and entertainment, security and surveillance, logistics, and agriculture applications. Basler Aktiengesellschaft was founded in 1988 and is headquartered in Ahrensburg, Germany. Basler Aktiengesellschaft is a subsidiary of Norbert Basler Holding GmbH.
Jenoptik AG	Germany	Jenoptik AG engages in the optics and photonics business in Germany and internationally. The company operates through Light & Optics, Light & Production, and Light & Safety divisions. It offers automation solutions and application products, such as welding and fastening systems, material handling, transfer devices and systems, fixtures, and end of arm tooling, and positioners; develops and manufactures metrology solutions comprising dimensional, form, in-process, optical, optical surface inspection, and roughness and contour metrology, as well as laser distance sensors for monitoring and optimizing production processes; microscope and thermographic camera, imaging modules, polymer-based camera modules, and digital imaging platforms; and diode and solid state lasers, laser distance meters, laser machines, and objective lenses and beam expanders for laser perforation, laser cutting, and laser welding applications. The company also provides light detection and ranging sensors; optical systems; optoelectronic systems and components. In addition, it offers traffic safety systems; digital camera technology with license plate recognition; lasers, radar, piezo sensors, and induction loop sensors; back-office software for evaluating traffic monitoring data; and stationary and mobile traffic monitoring. Further, the company provides civil security solutions, such as automatic number plate recognition (ANPR); and TrafficData analysis software, which provides analysis in real time on the incoming data. It serves semiconductor equipment, automotive and suppliers, mechanical engineering, medical technology, traffic, aviation, and security and defense technology companies. Jenoptik AG was founded in 1846 and is headquartered in Jena, Germany.
Machvision Inc.	Taiwan	Machvision Inc. develops and sells machine vision systems for semiconductor and printed circuit board (PCB) industry in Taiwan. The company provides drilling and routing measuring series products, including Hole-AOI systems that measure the position, diameter, and roughness of a drilled hole; and E23D system, which is designed to perform automatic and accurate dimensional measuring systems. It also offers IC substrate, HDI, and FPCB inspection and measuring series products, such as 3D AOI systems, solid measuring viewers, and LaserVia AOIM inspection systems; AF, FPCB AVI, and Wafer AVI inspecting systems; and CSPAFI integrating AOI+AVI algorithm and fast-capturing-multi-illumination optical systems. In addition, the company provides wiring inspection series, which includes circuit AOI system for PCB/FPC, verification, and repair; ArtWork AOI products; and LineGauge systems for use in optical measurements and QC reporting applications. Machvision Inc. was founded in 1998 and is headquartered in Hsinchu City, Taiwan.

Tabelle 78 Peer Group 1: Surface Vision – Long List (I/III)

IVP SO

Name	Land	Unternehmensbeschreibung
AMETEK, Inc.	United States	AMETEK, Inc. manufactures and sells electronic instruments and electromechanical devices worldwide. It operates in two segments, Electronic Instruments (EIG) and Electromechanical (EMG). The company's EIG segment offers advanced instruments for the process, aerospace, power, and industrial markets; process and analytical instruments for the oil and gas, petrochemical, pharmaceutical, semiconductor, automation, and food and beverage industries; and instruments to the laboratory equipment, ultra-precision manufacturing, medical, and test and measurement markets. This segment also provides power quality monitoring and metering devices, uninterruptible power supplies, programmable power equipment, electromagnetic compatibility test equipment, sensors for gas turbines, dashboard instruments for heavy trucks and other vehicles, and instrumentation and controls for the food and beverage industries; and aircraft and engine sensors, monitoring systems, power supplies, fuel and fluid measurement systems, and data acquisition units for the aerospace industry. Its EMG segment offers engineered electrical connectors and electronics packaging for protecting sensitive electronic devices; precision motion control products for data storage, medical devices, business equipment, automation and other applications; high-purity powdered metals, strip and foil, specially clad metals, and metal matrix composites; motor-blower systems and heat exchangers for use in thermal management, military, commercial aircraft, and military ground vehicles; and motors for use in commercial appliances, fitness equipment, food and beverage machines, hydraulic pumps, and industrial blowers. This segment also operates a network of aviation maintenance, repair, and overhaul facilities. In addition, the company offers clinical and education communication solutions for healthcare facilities and educational institutions. AMETEK, Inc. was incorporated in 1930 and is headquartered in Berwyn, Pennsylvania.
OMRON Corporation	Japan	OMRON Corporation engages in industrial automation, electronic and mechanical components, social systems, and healthcare businesses worldwide. The company's Industrial Automation Business offers sensors, switches, safety and control components, relays, automation systems, motion/drives, robotics, energy conservation support/environment measure equipment, and power supplies. Its Electronic and Mechanical Components Business provides relays, switches, connectors, sensors, and components/units for amusement equipment. The company's Social Systems, Solutions and Service Business offers terminals and systems, including PV inverters and storage batteries; railway station systems, such as automated ticket gates and ticket vending machines, traffic and road management systems, payment systems, and UPS that protect equipment from unexpected power disruption; and transport management systems and infrastructure monitoring systems, as well as provides a range of solutions comprising software development and maintenance services to support the social infrastructure. Its Healthcare Business offers blood pressure monitors, nebulizers, electrotherapy TENS devices, digital thermometers, body composition monitors, and other products, such as activity monitors, AEDs, etc. The company was formerly known as OMRON Tateisi Electronics Co. and changed its name to OMRON Corporation in January 1990. OMRON Corporation was founded in 1933 and is headquartered in Kyoto, Japan.
Panasonic Corporation	Japan	Panasonic Corporation, together with its subsidiaries, develops, produces, sells, and services various electronic products worldwide. It operates through five segments: Appliances, Life Solutions, Connected Solutions, Automotive, and Industrial Solutions. The Appliances segment offers air conditioners, refrigerators, washing machines, vacuum cleaners, microwave ovens, rice cookers, personal care products, TVs, digital cameras, video equipment, home audio equipment, fixed-phones, show cases, compressors, and fuel cells. The Life Solutions segment provides lighting fixtures, lamps, wiring devices, solar photovoltaic systems, water-related products, interior and exterior furnishing materials, ventilation and air conditioning equipment, air purifiers, bicycles, and nursing care related products, as well as kitchen and bath products. The Connected Solutions segment offers aircraft in-flight entertainment systems and communications services, electronic components mounting machines, welding equipment, PCs and tablets, projectors, professional AV systems, and surveillance cameras, as well as solutions for various industries. The Automotive segment provides automotive-use infotainment systems, automotive switches, automotive audio systems, advanced driver assistance systems, automotive mirrors, and automotive-use batteries, as well as device and systems for electric automobiles. The Industrial Solutions segment offers relays, switches, power supply products, industrial motors and sensors, capacitors, coils, resistors, electronic circuit board materials, semiconductors, and LCD panels, as well as small lithium-ion, dry, and micro batteries. The company was formerly known as Matsushita Electric Industrial Co., Ltd. and changed its name to Panasonic Corporation in October 2008. Panasonic Corporation was founded in 1918 and is headquartered in Kadoma, Japan.
Datalogic S.p.A.	Italy	Datalogic S.p.A. manufactures and sells automatic data capture and process automation products in Europe, the Middle East, India, Africa, North America, Latin America, and the Asia Pacific. It operates through Datalogic, Solution Net Systems, and Informatics segments. The company offers fixed retail scanners, including single plane scanners, presentation scanners, multi-plane imaging scanner/scales, and loss prevention solutions; general duty and industrial handheld scanners; mobile computers, such as pocket-sized to full-alpha-keyboard hand-held devices, industrial PDAs, pistol-grip terminals, vehicle mounted computers, and middleware software solutions; and laser marking products for the manufacture of automotive, electronics, medical devices, and high precision metals. It also provides photoelectric, inductive proximity, ultrasonic, and optical encoder sensors, as well as sensor accessories; safety light curtains for machine safeguarding and access control; smart cameras, vision processors, vision sensors, cameras, and software and tools; and laser bar code and image-based ID scanners, connectivity products, dimensioners, and linear cameras. In addition, the company offers UHF RFID devices; and various OEM products consisting of embedded and bolt-on bar code scanning solutions to the suppliers of self-checkout systems, kiosks, price verifiers, vending machines, and others. It serves retail, manufacturing, transportation and logistics, and healthcare sectors. The company was founded in 1972 and is headquartered in Bologna, Italy. Datalogic S.p.A. is a subsidiary of Hydra S.p.A.
TKH Group N.V.	Netherlands	TKH Group N.V. develops and delivers telecom, building, and industrial solutions in the Netherlands, Europe, Asia, North America, and internationally. The company's Telecom Solutions segment develops, produces, and supplies products and systems for basic outdoor infrastructure and indoor home networking applications. It provides optical fiber and copper cable systems for telecom networks, as well as components and systems in the field of connectivity and peripherals for site management control systems, smart access technology, and semi-automated optical distribution frame technology. Its Building Solutions segment develops, produces, and supplies products and systems for vision and security, and communication applications for buildings and infrastructure, as well as machine vision for inspection, quality, product, and process controls. This segment serves health care, parking, marine and offshore, mission vision, and infrastructure sectors. The company's Industrial Solutions segment develops, produces, and supplies a range of specialty cables, and plug and play cable systems for fire manufacturing, robotics, medical, and machine engineering industries. The company was formerly known as NV Twentsche Kabel Holding and changed its name to TKH Group N.V. in 2005. TKH Group N.V. was incorporated in 1980 and is based in Haaksbergen, the Netherlands.
FLIR Systems, Inc.	United States	Teledyne FLIR, LLC designs, develops, markets, and distributes thermal imaging systems, visible-light imaging systems, locator systems, measurement and diagnostic systems, and threat-detection solutions worldwide. The company operates in two segments, Industrial Technologies and Defense Technologies. The Industrial Technologies segment offers thermal and visible-spectrum imaging camera cores and components for third parties to create imaging systems; and develops and manufactures devices that image, measure, and analyze thermal energy, gases, and other environmental elements for industrial, commercial, and scientific applications, as well as imaging payloads for unmanned aerial systems, and machine vision cameras. It also develops, manufactures, and services thermal imaging cameras, analytics software, gas detection cameras, firefighting cameras, process automation cameras, environmental test and measurement devices, security cameras, marine electronics, and traffic cameras for perimeter security, critical infrastructure, recreational and commercial maritime, and traffic monitoring and control. The Defense Technologies segment develops and manufactures airborne, land, maritime, and man-portable multi-spectrum imaging systems; radars; lasers; imaging components; integrated multi-sensor system platforms; chemical, biological, radiological, nuclear, and explosives detectors; and nano-class unmanned aerial systems, as well as services related to systems for military, law enforcement, public safety, and other government customers. It also produces multi-mission unmanned air and unmanned ground systems serving the U.S. Department of Defense and federal government agencies, public safety, and governmental customers. It has collaboration with Neurala to deliver AI-Powered industrial cameras. The company was incorporated in 1978 and is headquartered in Wilsonville, Oregon. As of May 14, 2021, Teledyne FLIR, LLC operates as a subsidiary of Teledyne Technologies Incorporated.
Teledyne Technologies Incorporated	United States	Teledyne Technologies Incorporated provides instrumentation, digital imaging, aerospace and defense electronics, and engineered systems in the United States, the United Kingdom, Canada, Denmark, France, the Netherlands, and internationally. The company's Instrumentation segment offers monitoring and control instruments for marine, environmental, industrial, and other applications, as well as electronic test and measurement equipment, and power and communications connectivity devices for distributed instrumentation systems and sensor networks deployed in mission critical and harsh environments. Its Digital Imaging segment provides image sensors and digital cameras for use in industrial, scientific, academic research, and medical applications; and hardware and software for image processing and automatic data collection in industrial, academic research, and medical applications, as well as manufacturing services for micro electro-mechanical systems. This segment also offers light detection and ranging systems; focal plane arrays, sensors, and subsystems; and geospatial software products. The company's Aerospace and Defense Electronics segment provides electronic components and subsystems, as well as communications products, such as defense electronics; environment interconnects; data acquisition and communications equipment for aircraft; components and subsystems for wireless and satellite communications; and general aviation batteries. Its Engineered Systems segment offers systems engineering and integration, technology development, and manufacturing solutions for defense, space, environmental, and energy applications; and designs and manufactures electrochemical energy systems and electronics for military applications. The company markets and sells its products and services through sales forces, third-party distributors, and commissioned sales representatives. Teledyne Technologies Incorporated was founded in 1960 and is headquartered in Thousand Oaks, California.
Keyence Corporation	Japan	Keyence Corporation, together with its subsidiaries, develops, manufactures, and sells factory automation solutions worldwide. The company offers photoelectric, fiber optic, laser, positioning, vision, and inductive proximity sensors, as well as network communication units used for presence/absence and part differentiation applications. It also provides measurement systems, such as laser displacement and profiler, optical/laser micrometer, 3D interference measurement, spectral interference displacement, and contact displacement/LVDT sensors; and measurement systems, including optical comparators, 3D scanners, and CMM/laser trackers. In addition, the company offers safety products comprising safety laser scanners, light curtains, interlock switches, and controllers to protect operators from machine hazards; and pressure, flow, level, and temperature sensors for monitoring equipment processes. Further, it provides static eliminators/ionizers and electrostatic sensors which protect workers, machinery, and products from the damaging effects of electrostatic charge; vision systems and sensors, and barcode scanners to perform automatic inspection and part identification; and programmable logic controllers and other controls that are used for machine control applications. Additionally, the company offers laser marking systems/laser markers and industrial continuous inkjet printers; digital, 3D laser scanning, and fluorescence microscopes, as well as wide-area 3D measuring systems for industrial and life science applications; and handheld mobile computers. It serves customers in automotive/chassis assembly, metals/machining, FPD/glass, semiconductor/ICS, plastic/molding, food/pharmaceutical, steel, and other industries. Keyence Corporation was founded in 1972 and is headquartered in Osaka, Japan.
Viscom AG	Germany	Viscom AG develops, manufactures, and sells automated inspection systems in Europe, the Americas, Asia, and internationally. It offers solder paste, optical, conformal coating, manual X-ray/CT and bond inspection systems, as well as software solutions. The company also provides conversion and modernization, as well as application support, training, and maintenance services. Its inspection solutions are used in various industries, such as automotive electronics, aerospace engineering, industrial and consumer electronics, medical technology, telecommunications, and energy storage. The company was founded in 1984 and is headquartered in Hanover, Germany. Viscom AG is a subsidiary of HPC Vermögensverwaltung GmbH.
Test Research, Inc.	Taiwan	Test Research, Inc. engages in the design, assembly, manufacture, sale, repair, and maintenance of automated inspection and testing equipment. The company offers optical inspection solutions, including 3D solder paste inspection, automated optical inspection, and automated X-ray inspection systems; and manufacturing defects analyzers and in-circuit testers. It also provides after sales services, including trouble shooting, failure analysis, periodic calibration, system maintenance, and parts and accessories warranty. The company operates in Asia, America, Europe, and internationally. Test Research, Inc. was founded in 1989 and is headquartered in Taipei City, Taiwan.

Tabelle 79 Peer Group 1: Surface Vision – Long List (II/III)

G. Anhang I – Bewertungen und Bewertungsgrundlagen

IVP SO

Name	Land	Unternehmensbeschreibung
CyberOptics Corporation	United States	CyberOptics Corporation designs, develops, and manufactures high precision sensing technology solutions and system products for inspection and metrology worldwide. The company offers products based on multi-reflection suppression (MRS) technology, including multi-function systems for inspection and metrology; MX3000 memory module inspection system; 3D NanoResolution MRS sensor and WX3000 inspection and metrology system for semiconductor wafer and advanced packaging inspection and metrology; high precision 3D and 2D sensors; 3D MRS sensors; SMT electronic assembly alignment sensors; and inspection and metrology systems. It also provides automated optical inspection products; SQ3000 Multi-Function systems; QX Series 2D AOI products; MX products for inspection of memory modules; SPI Products; and semiconductor wafer and advanced packaging products. In addition, the company offers general industrial metrology products and services, such as CyberGage360 as a near-line or off-line metrology tool, 3D scanning and metrology equipment, semiconductor sensors, automatic leveling sensor, automatic gapping sensor, automatic teaching sensor, automatic vibration sensor, wafer sense airborne particle sensor, in-line particle sensor, wafer sense auto multi sensor, wafer sense 300mm auto resistance sensor, and wafer sense auto vibration and leveling sensor. It sells its products to SMT electronic assembly circuit board manufacturers, end-user customers manufacturing their own circuit boards, semiconductor manufacturers, and outsourced semiconductor assembly and test companies through independent sales representatives and distributors. CyberOptics Corporation was founded in 1984 and is headquartered in Minneapolis, Minnesota.
ViTrox Corporation Berhad	Malaysia	ViTrox Corporation Berhad, an investment holding company, designs, develops, manufactures, and sells automated vision inspection equipment and system-on-chip embedded electronics devices for the semiconductor and electronics packaging industries. The company offers tray-based vision handlers for final inspection on various IC packages handled in tray; post seal vision inspection handlers for reel to reel inspection; wafer vision inspection handlers that offers advanced solution for 2D surface defect inspections, measurements, and multiple handling mechanisms; 3D and line scan vision inspection systems; automated vision inspection systems; and digital automated vision inspection equipment and modules. It also provides printed circuit board SMT assembly products, including advanced 3D solder paste, advanced optical, and advanced 3D X-ray inspection systems, as well as advanced robotic vision systems; and electronics communication systems. In addition, the company provides education and training services, as well as undertakes research and development activities. It serves semiconductor outsourced assembly and test companies, printed circuit board manufacturers, electronics assembly companies, original equipment manufacturers, original design manufacturers, electronics manufacturing services providers, and contract manufacturers in Malaysia, China, Mexico, Taiwan, the United States, and internationally. ViTrox Corporation Berhad was founded in 2000 and is headquartered in Simpang Ampat, Malaysia.
Hexagon AB (publ)	Sweden	Hexagon AB (publ) provides information technology solutions for geospatial and industrial applications worldwide. The company operates through two segments, Industrial Enterprise Solutions (IES) and Geospatial Enterprise Solutions (GIS). The IES segment offers metrology systems that incorporate the in-sensor technology for measurements, as well as computer-aided design, computer-aided manufacturing, and computer-aided engineering software. Its solutions include coordinate measuring machines, laser trackers and scanners, industrial metrology software, and operations management solutions. This segment's solutions are used in electronics and manufacturing, power and energy, automotive, aerospace and defense, and other industries. The GIS segment provides sensors for capturing data from land and air, as well as for positioning through satellites; and GIS software for the creation of 3D maps and models, which are used for decision-making in various software applications covering areas comprising surveying, construction, public safety, and agriculture. Its solutions comprise laser scanner, airborne camera, unmanned aerial vehicle, mobile mapping technology, and precise positioning solutions. This segment's solutions are used in surveying, infrastructure and construction, natural resources, public safety, aerospace and defense, and other industries. The company was formerly known as Eken Industri & Handel AB and changed its name to Hexagon AB (publ) in 1993. Hexagon AB (publ) was incorporated in 1975 and is headquartered in Stockholm, Sweden.
Renishaw plc	United Kingdom	Renishaw plc, an engineering and scientific technology company, designs, manufactures, distributes, sells, and services metrology and healthcare products worldwide. The company offers co-ordinate measuring machine (CMM) products, machine tool probe systems, stylus for probe systems, performance measurement systems, gauging systems, fixtures, and position encoders; additive manufacturing systems; plastics vacuum casting machines; and mapping sensors. It also provides healthcare products, such as craniofacial custom-made implants, dental scanners, dental computer-aided design software, neurosurgical robots and accessories, neurosurgical planning software, neurosurgical implants, drug delivery systems, Raman microscopes, analysers, and hybrid Raman systems. In addition, the company offers travel agency services. It serves the aerospace, agriculture, automotive, construction, consumer products, healthcare, power generation, resource exploration, electronics, heavy, precision manufacturing, and medical industries, as well as scientific, research, and analysis industries. The company was founded in 1973 and is headquartered in Wotton-under-Edge, the United Kingdom.
Aspen Technology, Inc.	United States	Aspen Technology, Inc., together with its subsidiaries, provides asset optimization solutions in North America, Europe, the Asia Pacific, Latin America, and the Middle East. The company operates in two segments, Subscription and Software, and Services and Other. It offers asset optimization software that optimizes asset design, operations, and maintenance in various industrial environments. The company's software suites include aspenONE Engineering, aspenONE Manufacturing and Supply Chain, and aspenONE Asset Performance that are integrated applications, which allow end users to design process manufacturing environments, monitor operational performances, respond and adapt to operational changes, predict asset reliability and equipment failure, and manage planning and scheduling activities, as well as collaborate across these functions and activities. It also provides software maintenance and support, professional, and training services. The company's customers comprise companies that are engaged in the process and other capital-intensive industries, such as energy, chemicals, engineering, and construction, as well as pharmaceuticals, food and beverage, transportation, power, metals and mining, pulp and paper, and consumer packaged goods. Aspen Technology, Inc. was founded in 1981 and is headquartered in Bedford, Massachusetts.
China Netcom Technology Holdings Limited	Hong Kong	China Netcom Technology Holdings Limited, an investment holding company, provides financial technology services in the People's Republic of China. It operates through Smart Retail Business, Financial Technology Services, Lottery Business, and Sports Training Business segments. The Financial Technology Services Business segment offers credit referral and services, such as credit facilitation, post-origination, and financial guarantee services. The Smart Retail Business segment provides distribution, maintenance, and technical support for omni-channel payment devices and software applications; software development services; and technical consultancy services for cloud server service, internet of things and SMS traffic service. The Lottery Business segment develops computer software, hardware, and application system, as well as provides self-developed technology and related technical consultancy services to the operating system sector of lottery market. The Sports Training Business segment provides sports training services. The company also offers asset management services; and consultation and result transfer on network technology and computer network engineering services. The company was formerly known as China Metal Resources Holdings Limited and changed its name to China Netcom Technology Holdings Limited in January 2011. China Netcom Technology Holdings Limited was incorporated in 2001 and is headquartered in Hong Kong, Hong Kong.
Sobal Corporation	Japan	Sobal Corporation engages in the development of embedded software for digital appliances, and research and development of wireless communication technologies primarily in Japan. The company offers various engineering services, including worker dispatching, trustee business, and contract work; and quality evaluation and manual production services, as well as IoT solutions. It also provides firmware and device drivers for digital cameras, video products, televisions, signage products, various recorders, switchers, digital complex machines, laser printers, ink-jet printers, sublimation printers, label printers, scanners, handy terminals, and embedded browsers. In addition, the company offers application software, such as video editing and delivery, poster creation supporting, document management, print management, and car navigation software, as well as graphic library and various simulators; and Web application services for answering machines, portal sites, medical information transmission systems, and various internal systems, as well as employment support for schools. Further, it provides hardware products comprising image filter, display, and analysis circuits, as well as various arithmetic circuits. Sobal Corporation was founded in 1983 and is headquartered in Tokyo, Japan.
TXT e-solutions S.p.A.	Italy	TXT e-solutions S.p.A., together with its subsidiaries, provides software solutions in Italy and internationally. The company operates through two divisions, Aerospace, Aviation & Automotive, and Fintech. It provides on-board software, flight simulators, training systems, flight support systems, and advanced manufacturing solutions, as well as specialized engineering services to aerospace companies and airline operators. The company also offers on-board software and systems for the automotive and transport sectors. It also offers solutions and services for the banking and finance industry; solutions for credit collection and non-performing loans management; risk management and AML solutions; treasury; payments solutions; and consulting services. The company was formerly known as TXT Ingegneria Informatica S.p.A. and changed its name to TXT e-solutions S.p.A. in March 2000. TXT e-solutions S.p.A. was founded in 1989 and is headquartered in Milan, Italy.
AVEVA Group plc	United Kingdom	AVEVA Group plc, through its subsidiaries, provides engineering and industrial software solutions in the Asia Pacific, Europe, the Middle East, Africa, and the Americas. The company offers engineering, procurement, and construction; asset performance; monitoring and control; planning and scheduling; and operation and optimization industrial software solutions. It also provides digital transformation solutions covering artificial intelligence, cloud, digital twin, edge, extended reality, and Industrial Internet of Things products; and customer support and training services. The company serves customers in the chemicals, food and beverage, consumer packaged goods, infrastructure, life sciences, marine, mining, oil and gas, power and utilities, pulp and paper, steel fabrication, and water and wastewater industries. AVEVA Group plc has strategic partnerships with DORIS Group and Schneider Electric to deliver digital twin technology for the upstream oil and gas markets. The company was founded in 1967 and is headquartered in Cambridge, the United Kingdom. AVEVA Group plc is a subsidiary of Schneider Electric S.E.
Shanghai Baosight Software Co.,Ltd.	China	Shanghai Baosight Software Co.,Ltd., a information and automation company, provides industrial solutions in China. The company offers information solutions, including manufacturing execution systems, advanced planning systems, quality management systems, equipment management systems, and logistics management systems; and automation solutions, such as automated solutions for whole metallurgical and automated solutions cold rolling processes, and data acquisition and analysis systems. It also provides process energy-saving solutions; electromechanical equipment comprising marking machines, full-hydrogen bell-type furnaces, and strip steel surface inspection systems; and intelligent manufacturing solutions that include cloud computing, Internet data center, big data, unmanned warehouse, industrial robot, Internet of Things, and car network solutions. The company operates through 12 branches. Shanghai Baosight Software Co.,Ltd. was founded in 1978 and is headquartered in Shanghai, China.

Tabelle 80 Peer Group 1: Surface Vision – Long List (III/III)

b) Absatzmarkt Metall

IVP SO

Name	Land	Unternehmensbeschreibung
ArcelorMittal	Luxembourg	ArcelorMittal, together with its subsidiaries, owns and operates steel manufacturing and mining facilities in Europe, North and South America, Asia, and Africa. The company's principal steel products include semi-finished flat products, such as slabs; finished flat products comprising plates, hot- and cold-rolled coils and sheets, hot-dipped and electro-galvanized coils and sheets, tinplate, and color coated coils and sheets; semi-finished long products, such as blooms and billets; finished long products, including bars, wire-rods, structural sections, rails, sheet piles, and wire-products; and seamless welded pipes and tubes. Its principal mining products comprise iron ore lumps, fines, concentrates, pellets, and sinter feeds; and coking and thermal coal, and pulverized coal injections. The company sells its products to various customers in the automotive, appliance, engineering, construction, energy, and machinery industries through a centralized marketing organization, as well as distributors. It has iron ore mining activities in Brazil, Bosnia, Canada, Kazakhstan, Liberia, Mexico, and Ukraine; and coal mining activities in Kazakhstan. The company was founded in 1976 and is headquartered in Luxembourg City, Luxembourg.
Nippon Steel Corporation	Japan	Nippon Steel Corporation, together with its subsidiaries, engages in steelmaking and steel fabrication, engineering and construction, chemicals and materials, and system solutions businesses in Japan and internationally. The company offers hot and cold rolled, electrical, and galvanized steel sheets; electrolytic tinplates; flat products; bar and wire rods; steel pipe piles, rails, structural shapes, and steel sheet piles; welded and seamless pipes and tubes; railway, automotive, and machinery parts, such as bogie trucks, railway wheels, and crankshafts; titanium sheets, ingots, and foils; and stainless steel sheets, plates, and bar and rod materials. It also provides engineering and construction services for urban infrastructure, environment and energy, and steel making plants; coal chemicals, chemicals, and functional and composite materials; and IT consulting and outsourcing services. The company was formerly known as Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation and changed its name to Nippon Steel Corporation in April 2019. Nippon Steel Corporation was founded in 1949 and is based in Tokyo, Japan.
POSCO	South Korea	POSCO, together with its subsidiaries, manufactures and sells steel rolled products and plates in South Korea and internationally. It operates through four segments: Steel, Construction, Trading, and Others. The company offers hot and cold rolled steel, stainless steel, plates, wire rods, and silicon steel sheets. It also plans, designs, and constructs industrial plants, civil engineering projects, and commercial and residential buildings; exports and imports steel products and raw materials; and generates electricity; produces gas and refuse derived fuel, as well as provides network and system integration, and logistics services. In addition, the company is involved in the engineering and construction; computer hardware and software distribution; economic research and consulting; business facility maintenance; architecture and consulting; investment in venture, energy, and bio tech industries; electronic commerce; intellectual property services and consulting; refractories and quicklime manufacturing and sales; transporting and warehousing; real estate development; rental, sale, and management; house and train manufacturing and management; and education and real estate business. Further, it engages in the resource development; mine development; business facility maintenance; fuel cell; iron ore and coal sales; and cargo handling business, as well as operates housing business agency. Additionally, the company manufactures and sells coated, and anode material. It also engages in loading and unloading; IT service and DVR; electric control engineering; forest resources development; refractory materials sales and furnace maintenance; rice processing; grain sales; packing materials manufacturing; and social enterprise businesses. POSCO was incorporated in 1968 and is headquartered in Pohang, South Korea.
Jiangsu Shagang Co., Ltd.	China	Jiangsu Shagang Co. Ltd. manufactures steel products. It offers spring steel, bearing steel, marine anchor chain steel, alloy tube blank, and automobile steel; and anchor chain round bar for vessel, alloy structure steel, seamless tube billet for high pressure, continuous casting billets, corrosion resistant standard unit steel, steel for cold heading and cold intrusion, steel for fastening unit, carbon structure steel, hot rolled deformed bar, low alloy high strength structure steel flat bar, silicon sheet for electric motor, steel for fastening unit, petroleum well tubular steel, hardenability guaranteed steel, alloyed structural tubular steel, and carbon tubular steel. Its products are used in automobile manufacturing, railways, locomotives, ship building, and machinery manufacturing applications. It offers its products in Japan, Southeast Asia, Europe, America, and internationally. Jiangsu Shagang Group Huaigang Special Steel Co., Ltd. was formerly known as Jiangsu Huaigang Group Co. Ltd. The company was founded in 1970 and is based in Huai'an, China.
Tata Steel Limited	India	Tata Steel Limited manufactures and distributes steel products in India and internationally. It operates in Tata Steel India, Barminal Steel (including Tata Steel BSL), Other Indian Operations, Tata Steel Europe, Other Trade Related Operations, and Rest of the World segments. The company offers hot-rolled (HR) and cold-rolled (CR) coated steel coils and sheets, precision tubes, tire bead wires, spring wires, and bearings, as well as auto ancillaries for the automotive market; and bearings, galvanized iron wires, agriculture and garden tools, and conveyance tubes, as well as fencing, farming, and irrigation equipment for the agriculture market. It also provides rebars, steel doors and windows, roofing sheets, plumbing pipes, tubes, prefabricated houses, water kiosks, modular toilets, office cabins, rooftop houses, EV charging stations, higher Dia rebars and corrosion-resistance steels, cut and bend bars, PC strands, and ground granulated blast furnace slags for individual house builders, corporate and government bodies, infrastructure companies, and housing and commercial customers in the construction market. In addition, the company offers CR, coated, HR, tube, wire rod, ferro chrome and manganese, boiler tube, pipes, ferroshot, blast furnace slag, and metallic products for use in panels and appliances, fabrication and capital goods, furniture, LPG, and welding applications, as well as the process industries, such as cement, power, and steel in the industrial and general engineering markets. Tata Steel Limited was founded in 1907 and is based in Mumbai, India.
JFE Holdings, Inc.	Japan	JFE Holdings, Inc., through its subsidiaries, engages in steel, engineering, and trading businesses in Japan and internationally. The company's Steel segment produces and sells various steel products, processed steel products, and raw materials, as well as operates in the transportation, facility maintenance, and construction businesses. Its Engineering segment engages in the construction of energy, urban environment, steel structures and industrial machinery, recycling, and electricity retailing projects. The company's Trading segment purchases, processes, and sells steel products, raw materials for steel production, nonferrous metal products, food, etc. JFE Holdings, Inc. was founded in 2002 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Nucor Corporation	United States	Nucor Corporation manufactures and sells steel and steel products. It operates through three segments: Steel Mills, Steel Products, and Raw Materials. The Steel Mills segment produces hot-rolled, cold-rolled, and galvanized sheet steel products; plate steel products; wide-flange beams, beam blanks, and H-piling and sheet piling products; bar steel products, such as blooms, billets, concrete reinforcing and merchant bars, and special bar quality products. It also engages in the steel trading and rebar distribution businesses. This segment sells its products to steel service centers, fabricators, and manufacturers in the United States, Canada, and Mexico. The Steel Products segment offers hollow structural section steel tubing products, electrical conduits, steel joists and joist girders, steel decks, fabricated concrete reinforcing steel products, cold finished steel products, steel fasteners, metal building systems, steel grating and expanded metal products, and wire and wire mesh products primarily for use in nonresidential construction applications. This segment also engages in the piling distribution business. The Raw Materials segment produces direct reduced iron (DRI); brokers ferrous and nonferrous metals, pig iron, hot briquetted iron, and DRI; supplies ferro-alloys; and processes ferrous and nonferrous scrap metal, as well as engages in the natural gas drilling operations. This segment sells its ferrous scrap to electric arc furnace steel mills and foundries for manufacturing process; and nonferrous scrap metal to aluminum can producers, secondary aluminum smelters, steel mills and other processors, and consumers of various nonferrous metals. The company offers its products through its in-house sales forces; and internal distribution and trading companies. The company was incorporated in 1958 and is headquartered in Charlotte, North Carolina.
Hyundai Steel Company	South Korea	Hyundai Steel Company manufactures and sells steel and other industrial metal products in South Korea, Asia, the United States, and Europe. The company offers hot and cold rolled steel sheets, heavy plates, ERW pipes, rebars, H-sections, heavy machinery, special steel bars, wire rods, tailor welded blanks, and hydroforming and hot stamping products for automobile, shipbuilding, and construction industries. It also provides angle, channel, I beam, steel sheet pile, and railway rail sections; ingot for forging; rolling, steel plate, and rod-type steel rolls; and cold rolled stainless steel sheets for construction, home electronics and kitchen, and automotive industries, as well as semi-finished goods, by-products, and other products. The company was formerly known as INI Steel Company and changed its name to Hyundai Steel Company in March 2006. Hyundai Steel Company was founded in 1953 and is headquartered in Seoul, South Korea.
Public Joint Stock Company "Novolipetsk Steel"	Russia	Public Joint Stock Company Novolipetsk Steel, together with its subsidiaries, manufactures and sells steel products. It operates in six segments: Mining, Russian Flat Products, Russian Long Products, NLMK USA, NLMK DanSteel and Plates Distribution Network, and Investments in NBH. The Mining segment mines, processes, and sells iron ore, fluxing limestone, and metallurgical dolomite, as well as supplies raw materials to the steel segment and third parties. The Russian Flat Products segment produces and sells coke and steel products, such as pig iron, steel slabs, hot rolled steel, cold rolled steel, galvanized cold rolled sheets, and cold rolled sheets with polymeric coatings, as well as electro-technical steel. The Russian Long Products segment produces long products, reinforcing rebars, and metalware from scrap iron collection and recycling. The NLMK USA segment produces and sells steel products in the United States. The NLMK DanSteel and Plates Distribution Network segment produces and sells steel plates in Europe and internationally. The Investments in NBH segment produces hot rolled and cold rolled coils, plates, and galvanized and pre-painted steel products, as well as operates steel service centers. The company's products are used in oil and gas infrastructure, automotive, truck, railroad transportation, mining machinery, agriculture machinery, construction, white good, and energy equipment applications. It has operations in Russia, North America, the European Union, the Middle East, Commonwealth of Independent States, Central and South America, Asia, Oceania, and internationally. The company was founded in 1931 and is based in Lipetsk, Russia. Public Joint Stock Company Novolipetsk Steel is a subsidiary of Fletcher Group Holdings Limited.
United States Steel Corporation	United States	United States Steel Corporation produces and sells flat-rolled and tubular steel products primarily in North America and Europe. It operates through three segments: North American Flat-Rolled (Flat-Rolled), U. S. Steel Europe (USSE), and Tubular Products (Tubular). The Flat-Rolled segment offers slabs, strip mill plates, sheets and tin mill products, as well as all iron ore and coke. This segment serves customers in the service center, conversion, automotive, construction, container, and appliance and electrical markets. The USSE segment provides slabs, strip mill plate, sheet, tin mill products, and spiral welded pipes, as well as refractory ceramic materials. This segment serves customers in the construction, container, appliance and electrical, service center, conversion, oil, gas, and petrochemical markets. The Tubular segment offers seamless and electric resistance welded steel casing and tubing products, as well as standard and line pipe and mechanical tubing products primarily to customers in the oil, gas, and petrochemical markets. The company also provides railroad services and real estate operations. United States Steel Corporation was founded in 1901 and is headquartered in Pittsburgh, Pennsylvania.

Tabelle 81 Peer Group 2a: Metall – Long List

c) Absatzmarkt Aluminium

IVP SO

Name	Land	Unternehmensbeschreibung
Aluminum Corporation of China Limited	China	Aluminum Corporation of China Limited, together with its subsidiaries, manufactures and sells alumina, primary aluminum, and energy products in the People's Republic of China. The company operates through Alumina, Primary Aluminum, Trading, and Energy segments. The Alumina segment mines for and purchases bauxite and other raw materials; and produces and sells alumina, as well as refined alumina. The Primary Aluminum segment procures alumina and other raw materials, supplemental materials, and electrical power; and produces and sells aluminum and aluminum-related products, such as carbon, aluminum alloy, and other electrolytic aluminum products. The Trading segment trades in alumina, primary aluminum, aluminum fabrication products, other non-ferrous metal products, coal products, raw and supplemental materials; and provides logistics and transport services to external customers. The Energy segment engages in coal mining; and generates and sells electricity using thermal power, wind power, and solar power sources to regional power grid corporations, as well as manufactures power related equipment. The company also acquires, manufactures, and distributes bauxite mines and limestone ore; and provides engineering project management, and research and development services. Aluminum Corporation of China Limited was incorporated in 2001 and is headquartered in Beijing, the People's Republic of China.
China Hongqiao Group Limited	China	China Hongqiao Group Limited, an investment holding company, manufactures and sells aluminum products in the People's Republic of China and Indonesia. The company's products include molten aluminum alloys, aluminum alloy ingots, aluminum busbars, and aluminum alloy processing products. It also engages in the research, development, and trading of bauxite; production and sale of electricity; and provision of financial leasing services. The company was founded in 1994 and is headquartered in Zouping, the People's Republic of China. China Hongqiao Group Limited is a subsidiary of China Hongqiao Holdings Limited.
United Company RUSAL, International Public Joint-Stock Company	Russia	United Company RUSAL, International Public Joint-Stock Company produces and sells aluminum and related products. It operates through four segments: Aluminum, Alumina, Energy, and Mining and Metals. The company is involved in the mining and refining of bauxite and nepheline ore into alumina; the smelting of primary aluminum from alumina; and the fabrication of aluminum and aluminum alloys into semi-fabricated and finished products. Its products include primary aluminum, billets, rolling slabs, primary foundry alloys, wire rods, high-purity aluminum, foil and packaging products, aluminum wheels and powders, alumina and bauxite, corundum, gallium, and silicon products, as well as aluminum anodes for cathodic protection. The company is also involved in the mining and sale of coal; generation and transmission of electricity produced from various sources; and trading businesses. In addition, it offers repair and maintenance, and finance services. The company operates in Russia, Turkey, the Netherlands, the United States, South Korea, Italy, Poland, Japan, Sweden, Germany, France, Norway, Greece, Sweden, China, and internationally. The company was founded in 2000 and is based in Kaliningrad, Russia. United Company RUSAL, International Public Joint-Stock Company is a subsidiary of En+ GROUP International public joint-stock company.
Rio Tinto Group	United Kingdom	Rio Tinto Group engages in exploring, mining, and processing mineral resources worldwide. The company offers aluminum, copper, diamonds, gold, borates, titanium dioxide, salt, iron ore, and uranium. It also owns and operates open pit and underground mines, mills, refineries, smelters, power stations, and research and service facilities. The company was founded in 1873 and is headquartered in London, the United Kingdom.
Alcoa Corporation	United States	Alcoa Corporation, together with its subsidiaries, produces and sells bauxite, alumina, and aluminum products in the United States, Spain, Australia, Brazil, Canada, and internationally. The company operates through three segments: Bauxite, Alumina, and Aluminum. It engages in bauxite mining operations; and processes bauxite into alumina and sells it to customers who process it into industrial chemical products, as well as aluminum smelting, casting, and rolling businesses. The company offers primary aluminum in the form of alloy ingot or value-added ingot to customers that produce products for the transportation, building and construction, packaging, wire, and other industrial markets; and flat-rolled aluminum sheets to customers that produce beverage and food cans. In addition, it owns hydro power plants that produce and sell electricity to the wholesale market to traders, large industrial consumers, distribution companies, and other generation companies. The company was formerly known as Alcoa Upstream Corporation and changed its name to Alcoa Corporation in October 2016. The company was founded in 1888 and is headquartered in Pittsburgh, Pennsylvania.
Norsk Hydro ASA	Norway	Norsk Hydro ASA operates as an integrated aluminum company worldwide. It operates through six segments: Bauxite & Alumina, Aluminium Metal, Metal Markets, Rolling, Extrusions, and Energy. The Bauxite & Alumina segment engages in bauxite mining activities, production of alumina, and related commercial activities, primarily the sale of alumina. The Aluminium Metal segment is involved in the primary aluminum production, remelting, and casting activities. This segment principally offers extrusion, sheet, and standard ingots, as well as foundry alloys. The Metal Markets segment sells products from the company's primary metal plants; operates remelters; and trades in physical and financial metals. The Rolling segment operates rolling mills and a primary metal plant. This segment principally offers aluminum foils, strips, sheets, and lithographic plates for application in the packaging, automotive, building and general engineering, and transport industries, as well as for offset printing plates. The Extrusions segment offers extrusion profiles, building systems, and precision tubing products for construction, automotive and heating, and ventilation and air conditioning sectors. The Energy segment owns and operates 40 hydroelectric power plants in Norway. Norsk Hydro ASA was founded in 1905 and is headquartered in Oslo, Norway.
Century Aluminum Company	United States	Century Aluminum Company, together with its subsidiaries, produces standard-grade and value-added primary aluminum products in the United States and Iceland. The company was incorporated in 1981 and is headquartered in Chicago, Illinois.
Hindalco Industries Limited	India	Hindalco Industries Limited, together with its subsidiaries, produces and sells aluminum and copper products in India and internationally. It operates through Aluminium, Copper, Novelis, and All Other Segments. The company offers alumina; primary aluminum in the form of ingots, billets, and wire rods; aluminum flat rolled products (FRP); aluminum extrusions; and aluminum foil and packaging solutions for use in the automotive and transport, building and construction, defense, electrical and electronics, pharmaceuticals and packaging, and white goods industries, as well as industrial applications. It also provides coarse alumina hydrate for use in alum, poly aluminum chloride, aluminum fluoride, sodium aluminate, catalysts, glass, and aluminum hydroxide gel; and fine alumina hydrates, as well as flame retardants and smoke suppressants in cables, rubbers, plastics, etc.; and calcined alumina for use in ceramics, refractories, polishing, and glass. In addition, the company offers copper products, including copper cathodes and continuous cast copper rods that are used in the agrochemical, automotive and transport, consumer durable, electrical equipment, railway, and wire and cable industries. Further, it operates an all-weather jetty in the Gulf of Khambhat on the west coast of India; produces di-ammonium phosphate and nitrogen phosphorus potassium complexes; and phosphoric acid, phosphogypsum, sulfuric acid, copper slag, and aluminum fluoride, as well as gold, silver, selenium. The company offers its aluminum extrusion products under the Hindalco extrusions, Maxload, and Eterna brands; aluminum FRP under the Everlast brand; aluminum foils under the Freshwrap and Superwrap brands; and copper products under the Birla Balwan brand. Hindalco Industries Limited was founded in 1958 and is based in Mumbai, India.
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	Argentina	Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C. produces and sells aluminum products worldwide. The company offers extrusion bars, lamination plates, wire rods, prismatic alloys, ingots of alloys and pure aluminum, and zincaluminum products. It also produces and sells carpentry systems, industrial profiles, and laminated flat products. The company's products have applications in the architecture, transport, packaging, electrical conductors, and electronic industries. In addition, it operates a wind energy project with a capacity of 50 MW. The company was founded in 1974 and is headquartered in Buenos Aires, Argentina.
Aluminium Bahrain B.S.C.	Bahrain	Aluminium Bahrain B.S.C. manufactures and sells aluminum and aluminum related products in the Kingdom of Bahrain, Europe, rest of the Middle East, North Africa, Asia, and the Americas. The company owns and operates an aluminum smelter and related infrastructure. Its products include standard ingots, rolling slabs, foundry alloy ingots, extrusion billets, T-ingots, and liquid metal products. The company also offers anodes and calcined coke; produces and supplies potable water; and generates and sells electricity. In addition, it provides recreational and sports facilities. The company was incorporated in 1968 and is based in Askar, the Kingdom of Bahrain. Aluminium Bahrain B.S.C. is a subsidiary of Bahrain Mumtalakat Holding Company B.S.C.

Tabelle 82 Peer Group 2b: Aluminium – Long List

d) Absatzmarkt Papier

IVP SO

Name	Land	Unternehmensbeschreibung
Nine Dragons Paper (Holdings) Limited	China	Nine Dragons Paper (Holdings) Limited, together with its subsidiaries, manufactures and sells packaging paper, recycled printing and writing paper, and specialty paper products in the People's Republic of China. The company offers linerboard products, including kraft, test, white top, and coated linerboards; corrugated cardboard products; coated duplex boards; and specialty paper. It also provides recycled printing and writing paper, such as uncoated wood-free paper and office paper; capacitor tissue paper; low and high voltage, ultra-high-voltage transformer coil winding, and heat-resistant insulating paper; and recycled and kraft pulp. It also distributes its products in Vietnam, Malaysia, and the United States. The company was founded in 1995 and is headquartered in Dongguan, the People's Republic of China. Nine Dragons Paper (Holdings) Limited is a subsidiary of Best Result Holdings Limited.
International Paper Company	United States	International Paper Company operates as a paper and packaging company primarily in United States, the Middle East, Europe, Africa, Pacific Rim, Asia, and rest of the Americas. It operates through three segments: Industrial Packaging, Global Cellulose Fibers, and Printing Papers. The Industrial Packaging segment manufactures containerboards, including linerboard, medium, whitetop, recycled linerboard, recycled medium, and saturating kraft. The Global Cellulose Fibers segment provides fluff, market, and specialty pulps that are used in absorbent hygiene products, such as baby diapers, feminine care, adult incontinence, and other non-woven products; tissue and paper products; and non-absorbent end applications, including textiles, filtration, construction material, paints and coatings, reinforced plastics, and other applications. The Printing Papers segment produces printing and writing papers, such as uncoated papers for end-use applications comprising brochures, pamphlets, greeting cards, books, annual reports, and direct mail, as well as envelopes, tablets, business forms, and file folders. It sells its uncoated papers under the Hammermill, Springhill, Williamsburg, Postmark, Accent, Great White, Chanex, Ballet, Rey, Pot, and Svetocopy brands. The company sells its products directly to end users and converters, as well as through agents, resellers, and paper distributors. International Paper Company was founded in 1898 and is headquartered in Memphis, Tennessee.
Oji Holdings Corporation	Japan	Oji Holdings Corporation, together with its subsidiaries, engages in the pulp and paper business in Japan and internationally. It operates in four segments: Household and Industrial Materials, Functional Materials, Forest Resources and Environment Marketing, and Printing and Communications Media. The Household and Industrial Materials segment offers tissue, containerboards, corrugated containers, boxboard and folding cartons, packaging papers, paper bags, household paper, and disposable papers. This segment also provides tissue, toilet tissue, paper diapers, and wet wipes. The Functional Materials segment offers specialty paper, thermal paper, adhesive products, and films. The Forest Resources and Environment Marketing segment provides pulp, energy, plantation, lumber processing, starch, and sweetener products. The Printing and Communications Media segment offers newsprint, printing, publication, and communication paper. The company also engages in the real estate, engineering, trading, logistics, businesses, etc. The company was formerly known as Oji Paper Co., Ltd. and changed its name to Oji Holdings Corporation in October 2012. Oji Holdings Corporation was founded in 1873 and is headquartered in Tokyo, Japan.
UPM-Kymmene Oyj	Finland	UPM-Kymmene Oyj engages in the forest-based bio industry. It operates through UPM Biorefining, UPM Energy, UPM Raflatac, UPM Specialty Papers, UPM Communication Papers, UPM Plywood, and Other operations segments. The company provides softwood, birch, and eucalyptus pulp for tissue, specialty, and graphic papers and packaging; sawn timber for joinery, packaging, furniture, planning, and construction industries; and wood-based renewable diesel and renewable naphtha for the petrochemical industry. It is also involved in the generation of electricity through hydro, nuclear, and condensing power plants. In addition, the company offers self-adhesive label materials for branding and promotion, information, and functional labelling in the food, beverage, personal care, pharmaceutical, and logistics segments; and label papers, release liners, office papers, and flexible packaging for labelling, packing, wrapping, and printing, as well as label graphic papers for advertising, publishing, and home and office use. Further, it provides plywood and veneer products for construction, vehicle flooring, liquefied natural gas shipbuilding, and parquet industries, as well as for other industrial applications; wood and wood-based biomass, and forestry services for woodland and forest owners; wood-based lignin products for industrial use and cell culture hydrogel products for biomedical applications; UPM ProFi decking products and UPM formi granules; and biomedical products. The company primarily operates in Europe, North America, and Asia. UPM-Kymmene Oyj was founded in 1871 and is headquartered in Helsinki, Finland.
Nippon Paper Industries Co., Ltd.	Japan	Nippon Paper Industries Co., Ltd. engages in paper manufacturing and related businesses in Japan and internationally. It offers newsprint, printing and writing, and business communication papers; household paper products, including facial and bath tissues, paper towel, pre-moistened and industrial-use wipes, personal-care product; adult diapers and underwear; wrap and kitchen paper products; wrapping paper, paperboards, paper packs, linerboard and corrugated medium, and converting paper products; wet non-woven fabric and waste green products; and functionality specialty paper products. The company also provides cartons, filling machines, and maintenance services; kraft and dissolving pulp, functional chemicals and coating resins, and functional films; carbon-free fly ash concrete admixture products; logs and lumber products, and building materials; and cellulose nanofibers. In addition, it is involved in energy, agricultural, warehouse, and transport businesses; and the operation of sports clubs and leisure facilities. Nippon Paper Industries Co., Ltd. was founded in 1949 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Smurfit Kappa Group Plc	Ireland	Smurfit Kappa Group plc, together with its subsidiaries, manufactures, distributes, and sells paper-based packaging products. It operates in two segments, Europe and the Americas. The company offers consumer, retail, industrial, commerce, heavy-duty corrugated, and hexacomb packaging products, as well as composite cardboard tubes, and bags and sacks; and bag-in-box, a single-use packaging system that comprises films, accessories, bags, taps, and boxes. It also provides point of sale displays; automated packing lines; various types of containerboards, such as Kraftliners, testliners, and containerboard flutings; and corrugated sheet boards, solid board sheets, folding carton sheet boards, sack Kraft papers, MG Kraft papers, preprints, printing and writing papers, pine and eucalyptus seedlings, and bleached eucalyptus Kraft pulp, as well as agro paper. In addition, the company offers recycling solutions to cardboard and paper products, as well as operates as a finance company. It primarily serves food and drink, consumer goods, and industrial goods sectors. The company was founded in 1934 and is headquartered in Dublin, Ireland.
Sappi Limited	South Africa	Sappi Limited, a woodfibre company, manufactures and sells dissolving wood pulp, packaging and specialty papers, and printing and writing papers to direct and indirect customers in North America, Europe, Southern Africa, and internationally. The company offers dissolving wood pulp products that are used by converters to create viscose fiber for clothing and textiles, acetate tow, and pharmaceutical products, as well as a range of consumer and household products. It also provides packaging and specialty papers, which are used in the manufacture of soup sachets, luxury carry bags, cosmetic and confectionery packaging, boxes for agricultural products for export, and tissue wadding for household tissue products, as well as casting and release papers for the fashion, textiles, automobile, and household industries. In addition, the company offers printing, writing, and coated and uncoated graphic paper products that are used by printers in the production of books, brochures, magazines, catalogues, direct mail, newspapers, and various other print applications. Further, it develops and processes biomaterials and biochemicals; offers sawn timber; and produces and sells green electricity through a network of five hydro, two gas, and 31 steam turbines that generate approximately 800MW renewable power on 14 sites across seven countries, as well as produces biogas. The company was formerly known as South African Pulp and Paper Industries Limited and changed its name to Sappi Limited in 1973. Sappi Limited was founded in 1936 and is headquartered in Johannesburg, South Africa.
Stora Enso Oyj	Finland	Stora Enso Oyj provides renewable solutions for the packaging, biomaterials, wooden constructions, and paper industries worldwide. It operates through Packaging Materials, Packaging Solutions, Biomaterials, Wood Products, Forest, Paper, and Other segments. The company's Packaging Materials segment offers virgin and recycled fiber renewable and recyclable packaging materials for food and drink, pharmaceutical, and transport packaging. Its Packaging Solutions segment develops and sells fiber-based packaging products and services, including corrugated and other converting products, design services, automation solutions, and formed fiber and bio composites for various market sectors, such as store retail, e-commerce, and industrials. The company's Biomaterials segment provides various pulp grades for paper, board, tissue, textile, and hygiene product producers; and tall oil and turpentine from biomass. Its Wood Products segment offers wood-based solutions, including digital tools for designing of building projects; sawn woods; and pellets for sustainable heating, as well as applications for windows, doors, and packaging industries. The company's Forest segment engages in sustainable forest management, as well as supplies wood. Its Paper segment provides paper products for print and office use. The company's Other segment holds an interest in Pohjolan Voima Oy, a company that produces electricity and heat. It serves packaging manufacturers, brand owners, paper and board producers, publishers, retailers, printing houses, converters, joinery, and construction companies. The company was founded in 1998 and is headquartered in Helsinki, Finland.
Resolute Forest Products Inc.	Canada	Resolute Forest Products Inc., together with its subsidiaries, operates in the forest products industry in the United States, Canada, Mexico, and internationally. The company operates through four segments: Market Pulp, Tissue, Wood Products, and Paper. The Market Pulp segment offers virgin and recycled bleached kraft pulp, which is used to make a range of consumer products, including tissue, packaging, specialty paper products, diapers, and other absorbent products. The Tissue segment provides various tissue products, such as recycled and virgin paper products for the away-from-home and retail markets, and sells parent rolls. The Wood Products segment produces construction-grade and spruce-pine-fir lumber products, wood chips, bed frame components, finger joints, and furring strips for pulp and paper mills, as well as I-joists for the construction industry. The Paper segment offers newsprint to newspaper publishers, as well as to commercial printers for a range of uses comprising inserts and flyers. This segment also provides various uncoated mechanical papers, including supercalendered and white papers, as well as uncoated freesheet papers to commercial printers, direct mailers, publishers, catalogers, and retailers. Its specialty papers are used in books, retail inserts, direct mail, coupons, magazines, catalogs, bags, and other commercial printing applications. This segment sells specialty papers to commercial printers, direct mailers, publishers, catalogers, and retailers. The company also produces electricity at six cogeneration facilities and seven hydroelectric dams. Resolute Forest Products Inc. is headquartered in Montreal, Canada.
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ)	Sweden	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ), a forest products company, develops, produces, and sells forest, wood, pulp, and containerboard products worldwide. The company offers various wood products, industrial components, standard wood products, and raw materials, as well as logistic, warehouse, and IT solutions for the wood industry. It also provides decking, carcassing, softwood PSE, door lining and casing, softwood molding, composite decking, sheet material, and MDF molding wood products for use in homes. In addition, the company offers pulp products under the Pure, Star, and Cirrus names; coated and uncoated papers; and Kraftliner products for consumer durables, electronics, hazardous goods, industrial products, fruit and vegetables, frozen foods, etc. Further, it provides forwarding services for various transport modes, such as truck, rail, and barge, as well as marine and road and rail transport; and liquid biofuels, solid biofuels, pellets, stall pellets, and wind energy. Additionally, the company engages in the distribution and wholesale of wood products; and production of Kraft and chemical thermomechanical pulps, and containerboards. Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ) was founded in 1929 and is headquartered in Sundsvall, Sweden.

Tabelle 83 Peer Group 2c: Papier – Long List

3. Liquiditätskennzahlen

450. Technisch kann zur Ermittlung des historischen Betafaktors eine lineare Regression über die Aktienkurs- und Aktienindexrenditen durchgeführt werden (Standard-Marktmodell). Eine wesentliche Grundvoraussetzung für die Ermittlung aussagekräftiger Betafaktoren ist, dass sich die Aktienrenditen der betrachteten Unternehmen sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der (ökonomischen) Rahmenbedingungen anpassen. Erfolgt dieser Anpassungsprozess gegenüber den Veränderungen des Marktes verzögert, besteht die Gefahr, dass der Betafaktor den Zusammenhang zwischen den Schwankungen der Aktie und den Schwankungen des Marktes nicht zutreffend widerspiegelt. Wesentliche Voraussetzungen für einen unverzerrten Anpassungsprozess sind institutionelle Voraussetzungen für einen liquiden Handel der Aktien sowie hinreichender tatsächlicher Handel. Wenn diese Bedingungen erfüllt sind, ist ein Betafaktor als belastbar zu bezeichnen.
451. Vor diesem Hintergrund haben wir die Vergleichsunternehmen einer Liquiditätsanalyse unterzogen. Im Rahmen unserer Analyse haben wir vorrangig auf die Kriterien Handelsumsatz in T€ pro Tag und Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) abgestellt. Die Analysen beziehen sich jeweils auf Durchschnittswerte über einen von uns als relevant erachteten Zeitraum von fünf Jahren.

IVP SO

Median	in	Grenzwert
Log. Bid-Ask-Spread	[%]	≤ 1,25
Handelsumsatz pro Tag	[T €]	≥ 115

Tabelle 84 Liquiditätskennzahlen

4. Ausschüttungsquote

452. Die Ausschüttungsquoten der Unternehmen der Peer Group Surface Vision ergeben sich wie folgt:

IVP SO

Dividend Payout Ratio adj.	in %	LFY-5 Actuals	LFY-4 Actuals	LFY-3 Actuals	LFY-2 Actuals	LFY-1 Actuals	LFY Actuals
Cognex Corporation		10%	18%	16%	15%	17%	22%
Basler Aktiengesellschaft		10%	8%	30%	30%	20%	30%
CyberOptics Corporation							
ViTrox Corporation Berhad		11%	23%	25%	26%	25%	25%
Jenoptik AG		25%	25%	24%	23%	11%	34%
AMETEK, Inc.		14%	16%	12%	17%	15%	19%
Datalogic S.p.A.		36%	38%	48%	46%	34%	71%
TKH Group N.V.		53%	54%	59%	54%	55%	88%
Teledyne Technologies Incorporated							
Keyence Corporation		9%	8%	6%	11%	18%	25%
Aspen Technology, Inc.							
Minimum		9%	8%	6%	11%	11%	19%
Arithm. Mittelwert		21%	24%	28%	28%	25%	39%
Median		13%	21%	25%	24%	19%	28%
Maximum		53%	54%	59%	54%	55%	88%

Tabelle 85 Ausschüttungsquote der Unternehmen der Peer Group Surface Vision

VI. WACC-Verfahren

1. WACC – nach persönlichen Steuern

453. Die Ermittlung des Unternehmenswerts der IVP-Gruppe auf Basis des WACC-Verfahrens stellt sich wie folgt dar:

IVP SO

In T€	Phase I					Phase II			TV
	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
EBITDA	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960	5.586	6.444	7.402	7.620
Abschreibungen (-)	-3.013	-3.289	-3.437	-3.468	-3.345	-3.207	-3.225	-3.268	-3.455
EBIT	149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.379	3.219	4.134	4.165
NWC Zinsergebnis (+)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NOP (WACC/APV)	149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.379	3.219	4.134	4.165
Gewerbesteuer (WACC/APV) (-)	-21	-173	-179	-195	-229	-337	-456	-586	-590
Körperschaftsteuer (WACC/APV) (-)	-24	-193	-199	-217	-256	-377	-509	-654	-659
Net Operating Profit Less Adjusted Tax (NOPLAT)	105	854	882	961	1.131	1.666	2.253	2.894	2.915
Persönliche Steuer (WACC/APV) (-)	-17	-142	-147	-160	-189	-277	-374	-479	-604
Net Operating Profit Less Adjusted Tax and Adjusted Personal Tax	87	712	735	800	942	1.388	1.880	2.415	2.311
Δ Bilanzposten									
Δ Anlagevermögen (+/-)									
Investitionen (-)	-3.119	-3.165	-3.213	-3.261	-3.310	-3.376	-3.444	-3.512	-3.550
Abschreibungen (+)	3.013	3.289	3.437	3.468	3.345	3.207	3.225	3.268	3.455
Δ Net Working Capital (+/-)	1.665	1.007	508	384	524	-368	-378	-385	-27
Free Cash Flow	1.647	1.842	1.467	1.392	1.501	851	1.283	1.785	2.189
WACC nach Wachstumsabschlag	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,21%
Barwertfaktor	0,94	0,89	0,84	0,79	0,75	0,71	0,67	0,63	12,09
Barwerte	1.554	1.641	1.233	1.104	1.124	601	856	1.123	26.474
Enterprise Value - (Periodenanfang)	35.710	36.192	36.506	37.214	38.039	38.804	40.264	41.380	42.060
Debt (Periodenanfang)	-2.333	-2.450	-2.572	-2.701	-2.836	-2.978	-3.007	-3.037	-3.068
Excess Cash (Periodenanfang)	-	1.676	2.929	3.789	4.515	5.216	4.708	4.142	3.542
Ertragswert	33.377	35.418	36.862	38.302	39.718	41.042	41.965	42.484	42.534

Tabelle 86 WACC-Verfahren – nach persönlichen Steuern

2. WACC – vor persönlichen Steuern

454. Der WACC vor persönlichen Steuern, der zum selben Unternehmenswert im Ertragswert- bzw. WACC-Verfahren nach persönlichen Steuern führt, stellt sich wie folgt dar:

IVP SO

in T€	Phase I					Phase II			TV
	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	
EBITDA	3.163	4.508	4.696	4.841	4.960	5.586	6.444	7.402	7.620
Abschreibungen (-)	-3.013	-3.289	-3.437	-3.468	-3.345	-3.207	-3.225	-3.268	-3.455
EBIT	149	1.219	1.259	1.372	1.615	2.379	3.219	4.134	4.165
Gewerbesteuer (WACC/APV) (-)	-21	-173	-179	-195	-229	-337	-456	-586	-590
Körperschaftsteuer (WACC/APV) (-)	-24	-193	-199	-217	-256	-377	-509	-654	-659
Net Operating Profit Less Adjusted Tax (NOPLAT)	105	854	882	961	1.131	1.666	2.253	2.894	2.915
Δ Bilanzposten									
Δ Anlagevermögen (+/-)									
Investitionen (-)	-3.119	-3.165	-3.213	-3.261	-3.310	-3.376	-3.444	-3.512	-3.550
Abschreibungen (+)	3.013	3.289	3.437	3.468	3.345	3.207	3.225	3.268	3.455
Δ Net Working Capital (+/-)	1.665	1.007	508	384	524	-368	-378	-385	-27
Free Cash Flow	1.664	1.984	1.614	1.552	1.690	1.128	1.657	2.264	2.793
WACC nach Wachstumsabschlag	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	6,31%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	0,66	0,62	0,58	9,18
Barwerte	1.554	1.731	1.315	1.181	1.201	749	1.027	1.311	25.640
Enterprise Value - (Periodenanfang)	35.710	36.568	37.167	38.178	39.322	40.409	42.134	43.453	44.258
Debt (Periodenanfang)	-2.333	-2.450	-2.572	-2.701	-2.836	-2.978	-3.007	-3.037	-3.068
Excess Cash (Periodenanfang)	-	1.676	2.929	3.789	4.515	5.216	4.708	4.142	3.542
Ertragswert	33.377	35.794	37.523	39.266	41.001	42.647	43.835	44.557	44.732

Tabelle 87 WACC-Verfahren – vor persönlichen Steuern

H. Anhang II – Bewertungsgrundsätze

I. Bewertungsgrundsätze und -methoden des IDW S 1

1. Überblick

455. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich unter der Voraussetzung allein finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4).
456. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). In der Unternehmensbewertungspraxis haben sich als gängige Verfahren das Ertragswertverfahren und die Discounted Cash Flow-Verfahren herausgebildet (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5 ff.).
457. Während sich der Unternehmenswert als Gesamtwert des Unternehmens (Equity Value) auf alle Unternehmenseigner bezieht, entspricht der Wert eines Unternehmensanteils dem jeweiligen Anteil eines Unternehmenseigners am Unternehmen. Der Wert für einen Unternehmensanteil kann dabei indirekt über den Gesamtwert des Unternehmens abgeleitet werden. Der objektivierte Wert des Unternehmensanteils entspricht in diesem Fall dem quotalen Anteil am objektivierten Gesamtunternehmenswert (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 13).
458. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen, sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 13).
459. Im Folgenden werden Bewertungsgrundsätze und -methoden insoweit beschrieben, als sie zum Verständnis des objektivierten Unternehmenswerts im vorliegenden Bewertungsfall von Bedeutung sind (zu weiteren Einzelheiten vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 17ff.).

2. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks

460. In Abhängigkeit vom zu ermittelnden Unternehmenswert (objektivierter Unternehmenswert, subjektiver Entscheidungswert, Schiedswert) ergeben sich i.d.R. unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogener Typisierung (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 17, 1. Satz).

3. Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit

461. Unternehmen sind zweckgerichtete Kombinationen von materiellen und immateriellen Werten, durch deren Zusammenwirken finanzielle Überschüsse erwirtschaftet werden sollen. Der Wert eines Unternehmens wird deshalb nicht durch die Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 18).
462. Bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist die Gesamtheit aller zusammenwirkenden Bereiche eines Unternehmens, wie z.B. Beschaffungs- und Absatzbeziehungen bzw. Märkte, Forschung und Entwicklung, Organisation, Finanzierung und Management zu erfassen, da alle Unternehmensbereiche gemeinsam zu den künftigen finanziellen Überschüssen beitragen (Gesamtbewertung). Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt (z.B. Konzern, Betriebsstätte, strategische Geschäftseinheit, IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 19).
463. Bei der Bewertung von Unternehmen ist grundsätzlich zwischen betriebsnotwendigem Vermögen und nicht betriebsnotwendigem Vermögen zu unterscheiden (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 21).

4. Bewertungsstichtag

464. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22).
465. Die Erwartungen der an der Bewertung interessierten Parteien über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der bestmöglichen Alternativinvestition hängen von dem Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen des Bewertungsstichtags und des Zeitpunkts der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 23, Sätze 1 und 2). Dies gilt auch für den Informationsstand über steuerliche Rahmenbedingungen, d.h. maßgeblich ist das am Bewertungsstichtag geltende bzw. das mit Wirkung für die Zukunft vom Gesetzgeber beschlossene Steuerrecht (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 23).

5. Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips

466. In der Funktion als neutraler Gutachter hat der Wirtschaftsprüfer das Gebot der Unparteilichkeit zu beachten. Das für die handelsrechtliche Bilanzierung verbindliche Vorsichtsprinzip bringt eine ungleiche Gewichtung der z.T. gegenläufigen Interessen von Gläubigern (Kapitalerhaltung durch Ausschüttungssperren) und Unternehmenseignern (Ausschüttung erwirtschafteter Gewinne) zugunsten des Gläubigerschutzes zum Ausdruck und darf deshalb nicht berücksichtigt werden.

-
467. Die ungewisse künftige Entwicklung darf nicht in einer Weise in den ermittelten Unternehmenswert einfließen, die eine der beteiligten Parteien einseitig benachteiligt (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 64).
468. Die Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips bedeutet nicht, dass von einer Risikoneutralität des Investors auszugehen ist (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 65).

6. Objektivierter Unternehmenswert

a) Wertkonzeption

469. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29).

b) Finanzielle Überschüsse

(1) Bereits eingeleitete oder im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen

470. Die Bewertung eines Unternehmens basiert auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft. Grundsätzlich beruht die vorhandene Ertragskraft auf den zum Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren. Die bewertbare Ertragskraft beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten Maßnahmen oder aus hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen (z.B. Erweiterungsinvestitionen / Desinvestitionen) sowie die daraus vermutlich resultierenden finanziellen Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 32).

(2) Synergieeffekte

471. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 33).
472. So genannte unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen. Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen; jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34).

(3) Ausschüttungsannahme

473. Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn, ausschüttbares Jahresergebnis) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35).
474. Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ist die Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen für die erste Phase der Planung (Detailplanungsphase) auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 36, 1. Satz).
475. Im Rahmen der zweiten Phase wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge wird die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung getroffen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37).

(4) Ertragsteuern der Unternehmenseigner

476. Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der inländischen und ausländischen Ertragsteuern des Unternehmens und grundsätzlich der aufgrund des Eigentums an Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 28).
477. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29).
478. Im Hinblick auf das Informationsbedürfnis und die Informationserwartungen der Adressaten der Bewertung sowie vor dem Hintergrund der Internationalisierung der Kapitalmärkte und der Unternehmenstransaktionen ist in den Fällen, in denen der Wirtschaftsprüfer als neutraler Gutachter zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts im Rahmen unternehmerischer Initiativen tätig ist, bei denen die Bewertung als objektivierter Informationsgrundlage (z.B. für Kaufpreisverhandlungen, Fairness Opinions, Kreditwürdigkeitsprüfungen) dient, eine mittelbare Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner sachgerecht. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren

persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 30).

479. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (z.B. Squeeze Out) wird der objektivierte Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt. Bei dieser Typisierung sind demgemäß zur unmittelbaren Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sachgerechte Annahmen zu deren Höhe sowohl bei den finanziellen Überschüssen als auch beim Kapitalisierungszinssatz zu treffen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 30).

(5) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

480. Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium) (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 59).
481. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens zum Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel ggf. gesondert bewertet werden (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 60).

c) Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

(1) Grundlagen

482. Der Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert) wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 85, 1. Satz).
483. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage und muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein. Den Ausgangspunkt für die Bestimmung der Rendite der Alternativanlage bildet die beobachtete Rendite einer Anlage in Unternehmensanteile. Dies gilt unabhängig von der Rechtsform des zu bewertenden Unternehmens, da diese Form der Alternativanlage grundsätzlich allen Anteilseignern zur Verfügung steht. Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern auf Grund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114 f., vgl. auch IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 92).

-
484. In der Mehrzahl der Bewertungsfälle ist von einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens auszugehen. In bestimmten Fällen kann es aber auch sachgerecht sein, eine begrenzte Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens anzunehmen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 85, S. 2 f.).
485. Bei unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens entspricht der Unternehmenswert dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzüglich des Barwerts der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 86).

(2) Berücksichtigung des Risikos

486. Die künftigen finanziellen Überschüsse können aufgrund der Ungewissheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten; Theorie und Praxis gehen übereinstimmend davon aus, dass die Wirtschaftssubjekte zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion) (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 88).
487. Unter Berücksichtigung dieser Risikoeinstellung kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich durch zwei Vorgehensweisen in die Bewertung eingehen: Als Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse (Sicherheitsäquivalenzmethode, Ergebnisabschlagsmethode) oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Zinszuschlagsmethode, Risikozuschlagsmethode). Für den Fall negativer finanzieller Überschüsse kann die Unsicherheit grundsätzlich als Zuschlag zum Absolutbetrag des Erwartungswerts der negativen finanziellen Überschüsse (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder als Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz (Zinszuschlagsmethode) berücksichtigt werden (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 89).
488. Die national und international üblicherweise angewandte Zinszuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann und erlaubt damit eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung von Risikozuschlägen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 90, 1. Satz).
489. Eine marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags kann insbesondere auf der Basis des Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder des Tax-Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) vorgenommen werden (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 92).

(3) Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Kapitalisierungszinssatz

490. Die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen sind mit den aus einer gleichartigen Alternativinvestition in Unternehmen zu erzielenden finanziellen Überschüssen zu vergleichen. Hierzu ist bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts typisierend auf Renditen eines Bündels von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße abzustellen. Sofern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden, ist der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls unter unmittelbarer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern anzusetzen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93).

d) Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse

491. Die finanziellen Überschüsse werden auch durch Preisänderungen beeinflusst. Zu erwartende Preissteigerungen werden bei der Unternehmensbewertung im Rahmen einer Nominalrechnung berücksichtigt. Finanzielle Überschüsse und Kapitalisierungszinssatz sind in einer Nominalrechnung einschließlich erwarteter Preissteigerungen zu veranschlagen. Ebenso enthält der landesübliche risikofreie Zinssatz, der bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts einen Bestandteil des Kapitalisierungszinssatzes darstellt, eine Geldentwertungsprämie und ist damit eine Nominalgröße (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 94).
492. Ferner können nicht nur Preissteigerungen, sondern auch Mengen- und Strukturveränderungen (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) Ursachen für Veränderungen der nominalen finanziellen Überschüsse sein (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 95).
493. Für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse kann die erwartete Geldentwertungsrate daher nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf den Beschaffungsmärkten gegenüberstellt, können mehr oder weniger stark von dieser Geldentwertungsrate abweichen und sind zudem meist für die jeweiligen Einsatzfaktoren unterschiedlich hoch. Darüber hinaus kann nicht ohne weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen voll auf die Kunden überwälzt werden können. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall eine Annahme darüber zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwälzt werden können und darüber hinaus Mengen- und Strukturänderungen zu erwarten sind (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 96).
494. Während das Wachstum in der Detailplanungsphase direkt in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet wird, erfordert die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente zunächst eine eingehende Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionserfordernisse. Wachsen die finanziellen Überschüsse unendlich lange mit konstanter Rate, ist zur Barwertermittlung der erste finanzielle Überschuss dieser Reihe mit einem um die Wachstumsrate verminderten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 97 f.).

7. Bewertungsverfahren

a) Ertragswert- und DCF-Verfahren

(1) Brutto- oder Nettokapitalisierung

495. Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (Ertragswertverfahren, Equity-Ansatz als eine Variante der DCF-Verfahren). Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch aber auch indirekt (mehrstufig) durch Bruttokapitalisierung ermitteln, indem einzelne Komponenten der finanziellen Überschüsse mit unterschiedlichen Zinssätzen kapitalisiert werden oder indem nur die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit in einem Schritt diskontiert und anschließend um den Marktwert des Fremdkapitals gemindert werden. Diese Betrachtungsweise liegt dem Konzept des angepassten Barwerts (Adjusted Present Value-Ansatz, APV-Ansatz) und auch dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital-Ansatz, WACC-Ansatz) zugrunde, die weitere Varianten der DCF-Verfahren darstellen. Bei diesen Verfahren sind die einzelnen Komponenten der finanziellen Überschüsse grundsätzlich mit einem risikoadäquaten Zinssatz zu kapitalisieren; Zähler und Nenner der Bewertungsformeln müssen auch insoweit aufeinander abgestimmt werden (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 99).
496. Unabhängig davon, welche Bewertungsmethode angewendet wird, ist der Einfluss der Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens auf die Kapitalisierungszinssätze zu berücksichtigen. Für die Bestimmung der Kapitalstruktur sind sog. Marktwerte (d.h. beim Eigenkapital regelmäßig gutachtlich ermittelte Werte) und nicht Buchwerte relevant. Es ist davon auszugehen, dass ein hoher Verschuldungsgrad mit einem hohen finanziellen Risiko korreliert und ceteris paribus zu höheren Risikozuschlägen führt. Daher ist der Risikozuschlag anzupassen, wenn sich die Kapitalstruktur im Zeitablauf ändert. Wird der Kapitalisierungszinssatz entsprechend kapitalmarktorientiert abgeleitet, sollte auch die Kapitalstruktur mittels eines Marktmodells (z.B. auf dem Modigliani-Miller-Theorem basierende Arbitragemodelle) im Risikozuschlag erfasst werden. Wird von dieser Vorgehensweise abgewichen, ist die stattdessen gewählte Vorgehensweise zu erläutern und zu begründen. Auf die gesonderte Berücksichtigung der Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts kann verzichtet werden, wenn sie der Kapitalstruktur der Alternativanlage nahezu entspricht und im Zeitablauf kaum schwankt (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 100).

(2) Wertidentität der Verfahren

497. Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Verfahren beruhen auf der gleichen konzeptionellen Grundlage (Kapitalwertkalkül); in beiden Fällen wird der Barwert zukünftiger finanzieller Überschüsse ermittelt. Konzeptionell können objektivierte Unternehmenswerte mit beiden Bewertungsverfahren ermittelt werden. Bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. –vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten. Beobachtet man in der Praxis unterschiedliche Unternehmenswerte aufgrund der beiden Verfahren, so ist dies regelmäßig auf unterschiedliche Annahmen insbesondere hinsichtlich Zielkapitalstruktur, Risikozuschlag und sonstiger Plandaten zurückzuführen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101).

(3) Ertragswertverfahren

498. Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder nach anderen Vorschriften (z.B. IFRS, US GAAP) aufgestellt sein (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 102; im Hinblick auf die Planungsrechnung gilt Entsprechendes bei Anwendung eines DCF-Verfahrens).
499. Die Kapitalisierung der den Eigentümern zufließenden finanziellen Überschüsse erfolgt mit den Eigenkapitalkosten (k_{EK}).

(4) DCF-Verfahren

500. DCF-Verfahren bestimmen den Unternehmenswert durch Diskontierung von Cash Flows. Die Cash Flows stellen erwartete Zahlungen an die Kapitalgeber dar. Je nach Verfahren sind sie unterschiedlich definiert. Während nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (WACC-Ansatz) und nach dem Konzept des angepassten Barwerts (APV-Ansatz) der Marktwert des Eigenkapitals sich indirekt als Differenz aus einem Gesamtkapitalwert und dem Marktwert des Fremdkapitals ermittelt (Entity-Ansätze), wird nach dem Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity-Ansatz) der Marktwert des Eigenkapitals durch Abzinsung der um die Fremdkapitalkosten verminderten Cash Flows mit der Rendite des Eigenkapitals („Eigenkapitalkosten“) berechnet. Ungeachtet der Unterschiede in der Rechentechnik führen die einzelnen DCF-Verfahren bei konsistenten Annahmen grundsätzlich zu übereinstimmenden Ergebnissen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 124).

501. Bei Anwendung des WACC-Ansatzes werden zunächst die Free Cash Flows mit den Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert, um den Gesamtkapitalwert (Enterprise Value) zu erhalten. Die Kapitalkosten ergeben sich dabei aus den gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten (WACC):

IVP SO

$$WACC = r_{EK} \times \frac{EK_M}{GK_M} + r_{FK} \times \frac{FK_M}{GK_M} \times (1 - s)$$

<i>WACC</i>	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)
<i>r_{EK}</i> :	Eigenkapitalkosten
<i>r_{FK}</i> :	Fremdkapitalkosten
<i>EK_M</i> :	Marktwert des Eigenkapitals
<i>GK_M</i> :	Marktwert des Gesamtkapitals
<i>FK_M</i> :	Marktwert des Fremdkapitals
<i>s</i> :	Unternehmenssteuersatz

Abbildung 27 Weighted Average Cost of Capital

502. Dabei bezeichnet k_{WACC} die Gesamtkapitalkosten, k_{EK} die Eigenkapitalkosten und k_{FK} die Fremdkapitalkosten, bei denen die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen durch einen zusätzlichen Steuerfaktor $(1 - s)$ berücksichtigt wird. Diese Kostensätze sind mit den Anteilen der jeweiligen Kapitalien am Gesamtkapital (EK / GK bzw. FK / GK , jeweils auf Marktwertbasis) zu gewichten.
503. Die gewogenen Kapitalkosten hängen von der Höhe der Eigen- und der Fremdkapitalkosten sowie infolge der fehlenden Finanzierungsneutralität der (Unternehmens-)Besteuerung vom Verschuldungsgrad (gemessen als Verhältnis des Marktwerts des Fremdkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals) ab. Sofern sich das Verhältnis der Marktwerte von Fremdkapital und Eigenkapital in der Zukunft voraussichtlich in wesentlichem Umfang ändern wird, sind die gewogenen Kapitalkosten entsprechend anzupassen. Anpassungen sind darüber hinaus bei wesentlichen Änderungen der Eigenkapitalkosten und / oder der Fremdkapitalkosten erforderlich (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 133).

b) Liquidationswertverfahren

504. Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation (Zerschlagung oder Verkauf) des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 140).
505. Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 141).

c) Vergleichsorientierte Bewertung

506. Vergleichsorientierte Bewertungen werden in der Bewertungspraxis auf der Grundlage von Multiplikatoren durchgeführt. Bei der Multiplikatorbewertung handelt es sich um einen markt-orientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und dort verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z.B. Umsatz, Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) oder Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)) zum Marktpreis eines Unternehmens (einschließlich des verzinslichen Fremdkapitals) wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der Marktpreis eines zu bewertenden Unternehmens (einschließlich des verzinslichen Fremdkapitals) resultiert sodann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjekts mit dem (durchschnittlichen) Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 164 ff.).
507. Damit liegt dem Multiplikatorverfahren die Annahme zugrunde, dass ähnliche Unternehmen auf einem Markt ähnlich bepreist werden. Die spezifischen wirtschaftlichen Verhältnisse eines Bewertungsobjekts werden im Rahmen des Multiplikatorverfahrens allenfalls eingeschränkt abgebildet. Demnach erlauben vergleichsorientierte Multiplikatorverfahren nur eine Annäherung an den inneren, auf der Grundlage von finanziellen Überschüssen bzw. Cash Flows ermittelten Wert des Bewertungsobjekts.
508. Die Multiplikatorbewertung kann nicht an die Stelle einer Ertragsbewertung treten. Vereinfachte Preisfindungen auf der Grundlage von Multiplikatorverfahren können im Einzelfall aber Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren oder nach den DCF-Verfahren bieten (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143).

II. Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)

1. Überblick

509. Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d.h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5).
510. Unternehmensplanungen sollen die zum Zeitpunkt der Planungserstellung erwartete oder angestrebte künftige Entwicklung eines Unternehmens bzw. Unternehmensteils (nachfolgend kurz „Planungsobjekt“) abbilden. Sie sind regelmäßig auf die Erfüllung der beabsichtigten Zielsetzungen ausgerichtet, sodass sich die unterschiedlichen Erstellungsanlässe auf deren Planungsobjekt, Planungshorizont, Detaillierungsgrad und Ambitionen auswirken. Der Wirtschaftsprüfer hat hinsichtlich dieser Aspekte zu beurteilen, ob sich die Planung für den konkreten Anlass eignet oder ob ggf. Anpassungen erforderlich sind (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 6).
511. Die unternehmensinternen Entwicklungen bedürfen der Initiierung, der Umsetzung sowie der Umsetzungskontrolle durch die gesetzlichen Vertreter bzw. das Management, die somit auch die Gesamtverantwortung für die Planung tragen. Der Wirtschaftsprüfer hat zu würdigen, ob und inwieweit sich die gesetzlichen Vertreter bzw. das Management die Planung zu Eigen gemacht und diese für den entsprechenden Anlass für maßgeblich erklärt haben (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 7).

2. Allgemeine Maßstäbe für die Planungsbeurteilung

512. Der Wirtschaftsprüfer hat zu beurteilen, ob das Planungsobjekt vollständig erfasst ist sowie ob die relevanten und wesentlichen künftigen Entwicklungen mit ihren Chancen und Risiken adäquat in der Planung berücksichtigt sind:
- Abhängig vom Planungsanlass kann es geboten sein, auf Ebene der rechtlichen Einheit oder davon abweichender Strukturen (z.B. Divisionen, Segmente, Regionen) zu planen.
 - Jede Planung wird sich – mit Blick auf den Anlass der Planung – auf relevante und wesentliche Sachverhalte beschränken.
 - Bei wesentlichen Planannahmen, die besonderen Unsicherheiten unterliegen, kann es sich anbieten, Szenario- oder Sensitivitätsrechnungen durchzuführen. Soweit die Planung lediglich ein Szenario abbildet (einwertige Planung), ist zu untersuchen, ob diese ein Erwartungswertszenario oder ein davon abweichendes Szenario darstellt (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 8).

-
513. Der Wirtschaftsprüfer hat sich davon zu überzeugen, dass die Planung in Bezug auf den Anlass aktuell ist, sodass alle relevanten und wesentlichen Ereignisse, Entscheidungen und Faktoren, die dem Planungsverantwortlichen zum Zeitpunkt der Planerstellung bekannt waren oder hätten bekannt sein müssen, einbezogen sind. Bei einem späteren Beurteilungsstichtag hat der Wirtschaftsprüfer in Bezug auf die Verwendung der Planung zu würdigen, ob die gesetzlichen Vertreter etwaigen Aktualisierungserfordernissen nachgekommen sind (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 9).
514. Ferner ist zu gewährleisten, dass die der Planung zugrunde gelegten Ausgangsdaten die Ausgangslage zutreffend beschreiben. Zudem eignet sich die Heranziehung mehrerer Vergangenheitsjahre, aus denen sich die tatsächlich eingetretene Entwicklung bis zum Beginn des Planungszeitraums ergibt, um weitere Plausibilisierungen durchzuführen. Die im Zuge der Plausibilisierung einer Planung erforderlichen Schritte stellen jedoch keine Prüfung der Vergangenheitsdaten i.S. einer Jahresabschlussprüfung nach §§ 316 ff. HGB dar (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 10).

3. Analysehandlungen zur Beurteilung der Planzahlen

a) Gewinnung eines Verständnisses des Planungsprozesses

515. Die Beurteilung einer Unternehmensplanung schließt auch die Gewinnung eines Verständnisses vom Erstellungsprozess ein. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein bestimmter Erstellungsprozess bzw. die Einhaltung von vorgegebenen Prozessschritten allein nicht gewährleistet, dass die Unternehmensplanung als zweckadäquat und plausibel zu beurteilen ist. Vielmehr dient die Aufnahme des Erstellungsprozesses der Gewinnung des Verständnisses, welche Zwecke mit der Planerstellung verfolgt werden, welche Informationen und wessen Einschätzungen in der Unternehmensplanung Berücksichtigung gefunden haben. Dies kann auch bereits eine Einschätzung zur Aktualität der Planannahmen und zur Vollständigkeit der Planung beinhalten (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 11).
516. In der Praxis sind typischerweise Kombinationen aus sog. top down- und bottom-up-Planungsprozessen beobachtbar. Auf diese Weise soll entsprechend der jeweils verfolgten Zielsetzung gewährleistet werden, einerseits Informationen und Einschätzungen aus den dem operativen Geschäft nahestehenden Teilbereichen zu berücksichtigen, andererseits aber auch die übergeordnete strategische Ausrichtung der unternehmerischen Tätigkeit und zentrale Planannahmen abzubilden (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 12).

517. Im Rahmen der Analyse des Planungsprozesses hat der Wirtschaftsprüfer zu beurteilen, ob und inwieweit Teilpläne miteinander verknüpft sind und dies im Planerstellungprozess verankert ist. Dies gilt sowohl mit Blick auf die Konsistenz der Verknüpfung von Bilanz-, GuV- und Cashflow-Planungen untereinander, als auch für eventuell weiter vorhandene und detailliertere Teilpläne, wie etwa Absatzplanung, Personalplanung, Kapazitätsplanung etc. Fehlt eine integrierte Planungsrechnung, kann es in Abhängigkeit vom Anlass erforderlich sein, dass die gesetzlichen Vertreter eine solche Planung erstellen oder die Erstellung in Auftrag geben (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 13).

b) Plausibilitätsmaßstäbe

(1) Überblick

518. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung beurteilt der Wirtschaftsprüfer die Planung anhand unterschiedlicher Analysehandlungen sowie unter Anwendung unterschiedlicher Plausibilitätsmaßstäbe (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 14):

IVP SO

Rechnerische und formelle Plausibilität		Materielle, interne Plausibilität		Materielle, externe Plausibilität	
Rechnerische Konsistenz	Annahmen-Konsistenz	Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Fehlerfreiheit der Berechnungen innerhalb der Teilpläne und zwischen den Teilplänen	Würdigung der Konsistenz der Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne sowie zwischen den Teilplänen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarktanalysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW Fachnachrichten 03.2017, S. 345.

Abbildung 28 Maßstäbe für die Plausibilitätsbeurteilung gemäß IDW Praxishinweis 2/2017

519. Die rechnerischen und formellen Analysehandlungen dienen insb. der Beurteilung der rechnerischen Richtigkeit, Nachvollziehbarkeit der Dokumentation und Konsistenz der Planung (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 15).

Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Bestehen Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei entsprechender Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen kommen. Die materiellen Analysehandlungen lassen sich unterteilen in die Analyse der internen und externen Plausibilität (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16).

(2) Rechnerische und formelle Plausibilität

520. Die Analyse der rechnerischen und formellen Plausibilität stellt im Regelfall den ersten Schritt der Planungsanalyse dar (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 19).
521. Der Wirtschaftsprüfer hat die rechnerische Richtigkeit der Planung zu würdigen. Art und Umfang der erforderlichen Analysehandlungen hängen dabei insbesondere von der Komplexität, Formalisierung und technischen Ausgestaltung des Planungssystems ab. Insbesondere bei komplexen Planungssystemen ist es vertretbar, die Würdigung der rechnerischen Richtigkeit auf konsolidierte Ergebnisse der Planung (Bilanz, GuV- und Cash Flow-Planung) zu beschränken (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 20).

(3) Materielle, interne Plausibilität

522. Im Rahmen der Untersuchung der internen Plausibilität wird analysiert, ob die Annahmen der Planung konsistent zu Erläuterungen des Managements und den Erkenntnissen aus der Unternehmensanalyse sind (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 17).
523. Die Analyse der internen Plausibilität umfasst zum einen den Abgleich der Planung mit den entsprechenden Erläuterungen der Geschäftsführung. Hierbei ist durch geeignete Analysehandlungen zu würdigen, ob die in der Planung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen der Geschäftsführung in Übereinstimmung stehen (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 22).
524. Zum anderen ist im Rahmen der Analyse der materiellen internen Plausibilität ein Abgleich mit den Ergebnissen der Vergangenheits- und Lageanalyse des zu bewertenden Unternehmens erforderlich. Bei der Vergangenheitsanalyse werden die in der Vergangenheit eingetretenen Ist-Werte für ausgewählte Planungsparameter sowie für GuV- und Bilanzgrößen mit den entsprechenden Planzahlen verglichen. Hierbei sollte in Abhängigkeit von den Umständen des Einzelfalls ein aussagefähiger Referenzzeitraum gewählt werden. Dieser kann z.B. zwei bis drei Jahre umfassen (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 23).

(4) Materielle, externe Plausibilität

525. Im Rahmen der Untersuchung der externen Plausibilität wird insbesondere analysiert, ob die Annahmen der Planung konsistent zu den Ergebnissen der Wettbewerbsanalyse auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen sind (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 17). Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse wird die Ist- und die erwartete Zukunftsentwicklung der im Wettbewerb zum Planungsobjekt stehenden Unternehmen ausgewertet (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 32).

4. Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen (FAUB FH 25. März 2020)

526. Die Ausbreitung des neuartigen Coronavirus (SARS-CoV-2) ist zu einem globalen Risiko angewachsen, das unmittelbar die Gesundheit und das Leben der Bevölkerung bedroht. Die damit einhergehenden Einschränkungen und Verhaltensänderungen führen mittelbar auch zu großer wirtschaftlicher Unsicherheit, die im Frühjahr 2020 weltweit u.a. einen drastischen Einbruch der Börsenkurse verursacht hat.
527. Börsenkurse sind Preise für einzelne Wertpapiere und als solche das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Gerade in Krisensituationen kommt es zu extremen Schwankungen. Sich abzeichnende Tendenzen eines Kursverfalls lassen viele Anleger zur Vermeidung von Kursverlusten aus den Papieren aussteigen, was wiederum diese Tendenz verschärft und für weitere Anleger das Signal zum Verkauf ist. Hinzu treten kurzfristige Liquiditätsbedürfnisse von Investoren, die Verkaufsdruck auslösen können. Darüber hinaus verstärken algorithmus-basierte Handelsstrategien häufig bestehende Trends.
528. Von den Kursen börsennotierter Gesellschaften sind die nach fundamentalanalytischen Wertermittlungsmethoden ermittelten Werte von Unternehmen und Unternehmensanteilen zu unterscheiden. Hierbei wird auf den finanziellen Nutzen und somit auf die langfristige Fähigkeit des Unternehmens abgestellt, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Ein solcher Wert wird grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. In der Unternehmensbewertungspraxis haben sich das Ertragswertverfahren und die Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren herausgebildet (vgl. IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), Tz. 7).
529. Grundlage ökonomischer Entscheidungen – z.B. bei Kapitalmaßnahmen, M&A-Transaktionen, Impairment-Tests oder gutachtlichen Bewertungen – bilden regelmäßig nach Zukunftserfolgswertverfahren abgeleitete Werte.
530. Bei Anwendung von Zukunftserfolgswertverfahren ist – dem Äquivalenzprinzip folgend – Unsicherheit an zwei Stellen zu berücksichtigen. Zum einen in den Erwartungen künftiger finanzieller Überschüsse; zum anderen hierzu äquivalent in der Risikoprämie, die Investoren für die Übernahme der Unsicherheit fordern.
531. Die Corona-Krise hat ihre Ursache in einer Viruserkrankung, die in ihrer spezifischen Ausprägung zwar neu ist, sich aber in ihrer weiteren Entwicklung – so kann derzeit angenommen werden – dem Verlauf vorangegangener Pandemien ähneln wird. Wird davon ausgegangen, dass nach einer zeitlich zwar schwer einschätzbaren pandemischen Phase die Ausbreitung des Coronavirus für die Unternehmen in den Hintergrund treten wird, dann kann sich der Einfluss der Corona-Krise auf einen mit einem langfristig orientierten Zukunftserfolgswertverfahren ermittelten Wert relativieren.

532. Diese erste Betrachtung ist in einem zweiten Schritt tiefergehend zu analysieren und möglicherweise zu revidieren. Dazu ist zwischen der kurz- bis mittelfristigen sowie der langfristigen unternehmensindividuellen Betrachtung zu unterscheiden. In der kurz- bis mittelfristigen Betrachtung werden sich vermutlich in vielen Fällen zeitlich begrenzte negative Folgewirkungen für die Unternehmen ergeben. Diese resultieren z.B. aus Nachfragerückgängen, Lieferengpässen, Personalausfällen bis hin zu Werksschließungen. Diese Effekte sind wahrscheinlich in einer langfristigen Betrachtung tendenziell von geringerer Bedeutung, wirken sich aber dennoch auch auf den mit einem Zukunftserfolgswertverfahren ermittelten Wert unternehmensindividuell in unterschiedlichem Maße aus. Hierzu sind im Wesentlichen die beiden folgenden Parameter abzuschätzen:

a) Ausmaß und Dauer der negativen Effekte

533. Das Ausmaß bezieht sich auf den Umfang der Auswirkungen auf die Ertragslage des Unternehmens, die individuell sehr unterschiedlich je nach Branche und Geschäftsmodell sein können. Es wird aber auf Basis der bereits eingetretenen und individuell sowie global beobachtbaren Effekte tendenziell eher abschätzbar sein. Die Dauer der negativen Effekte ist dagegen aus heutiger Sicht noch schwer abschätzbar. Sie hängt zum einen davon ab, wie lange die unmittelbare Bedrohungslage durch das Virus anhält sowie zum anderen von der Geschwindigkeit der danach eintretenden Erholung. Diese kann unmittelbar („V-förmiger Verlauf“) oder aber erst mit einer Verzögerung („U-förmiger Verlauf“) eintreten. Darüber hinaus können diese ihrer Natur nach grundsätzlich vorübergehenden Effekte jedoch langfristige negative Folgen nach sich ziehen, wenn das Unternehmen die Krisensituation – z.B. aufgrund der Folgewirkungen der Corona-Krise eingetretene oder noch zu erwartende Zahlungsschwierigkeiten – nicht zu überleben droht („L-förmiger Verlauf“).
534. Die Bundesregierung hat – ähnlich wie Regierungen anderer Staaten – zwar deutlich erklärt, Maßnahmen zu ergreifen, um durch die Corona-Krise verursachte drohende Insolvenzen zu vermeiden, sei es durch Aussetzung der Insolvenzantragspflicht oder durch Kredite und Bürgschaften. Bei Anwendung eines Zukunftserfolgswertverfahrens kann dies explizit berücksichtigt werden, erfordert jedoch eine Beurteilung der spezifischen Risiken und der möglichen Gegenmaßnahmen seitens des Bewerter. So können Finanzierungshilfen und das Aussetzen von Insolvenzantragspflichten allein keine positive Bewertung stützen, wenn langfristig keine ausreichende Ertragskraft zu erwarten ist.

535. In der langfristigen Betrachtung können sich – trotz der zeitlich begrenzten Bedrohung durch das Virus selbst – gleichwohl wertrelevante Konsequenzen ergeben, wenn aufgrund von durch die Krise ausgelösten Veränderungen (z.B. in Bezug auf das Kundenverhalten) die langfristige wirtschaftliche Situation nach der Krise voraussichtlich eine andere sein sollte als vor der Krise. Die Corona-Krise befällt eine globalisierte Welt, die sich im Umbruch befindet. Bereits vor der Krise waren traditionelle Geschäftsmodelle in Frage gestellt. In der Krise werden sowohl sich bereits abzeichnende Entwicklungen beschleunigen oder verzögern als auch neue Wege – in der Kommunikation, in der Logistik, im Konsumverhalten – beschritten. Es ist davon auszugehen, dass Unternehmen nach der Krise in vielen Fällen nicht mehr auf dieselbe Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen treffen werden und nicht mehr dieselben Beschaffungsketten haben werden wie vor der Krise. Es ist im Einzelfall zu analysieren, ob und inwieweit hinsichtlich der langfristigen Einschätzung der Unternehmensentwicklung Pläne und Geschäftsmodelle aus der Vor-Krisen-Zeit zugrunde gelegt werden können. Dabei ist davon auszugehen, dass sich der Grad der Veränderungen zwischen den Branchen deutlich unterscheiden wird.
536. Eine Krise ist auch dadurch gekennzeichnet, dass Entwicklungen sich stochastisch verändern und sich dabei dynamisch verstärken oder reduzieren können. In Unternehmen etablierte Planungsabläufe können diese Dynamik in der Regel nicht abbilden. In einer Krise obliegt es daher dem Bewerter, vorliegende Unternehmensplanungen aufgrund der sich verändernden Situation neu zu beurteilen und ggf. auf eine Anpassung der Unternehmensplanung hinzuwirken. Der Ermittlung eines objektivierten Werts ist dann eine entsprechend aktualisierte Unternehmensplanung zugrunde zu legen.

b) Kapitalkosten

537. Der zweite Parameter bei einem Zukunftserfolgswertverfahren, in der das Risiko reflektiert wird, ist die Risikoprämie, die insb. aus Kapitalmarktdaten abgeleitet werden kann. Die langfristige Ausrichtung der Zukunftserfolgswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008 erlaubt und erfordert es, Kapitalmarktdaten langfristig zu beurteilen und kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Kapitalmärkte als momentanen und nicht zwingend langfristigen Stimmungsindikator einzuordnen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 91). Daher orientiert sich der Kapitalisierungszins auch in einer Krise an langfristigen Analysen von Renditen, die der FAUB in einer Größenordnung von 7,0 % bis 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) sieht, und an einer Marktrisikoprämie in einer Größenordnung von 6,0 % bis 8,0 % (ebenfalls nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern), die am oberen Rand der Bandbreite historisch messbarer Marktrisikoprämien liegt (vgl. Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25.10.2019, abrufbar unter <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>). Es sind bisher keine Gründe für eine Änderung der Methodik zur Ableitung des Kapitalisierungszinses erkennbar. Die aus der Corona-Krise resultierende erhöhte Unsicherheit reflektiert sich somit äquivalent sowohl über die Planungen in den Cashflows als auch über die Risikoprämie im Kapitalisierungszinssatz.

I. Verzeichnisse

I. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Beteiligungsstruktur der IVP-Gruppe	26
Abbildung 2	Geschäftsmodell der ISRA VISION-Gruppe und Einordnung des Geschäftsmodells der IVP-Gruppe	27
Abbildung 3	Umsatzerlöse der IVP-Gruppe 2019/20 nach Produktbereichen	29
Abbildung 4	Geschäftsbeziehungen der ISRA VISION- und der IVP-Gruppe	30
Abbildung 5	Wertschöpfungskette im Bereich Oberflächeninspektionssysteme.....	32
Abbildung 6	Wertschöpfung der ISRA VISION- und der IVP-Gruppe	33
Abbildung 7	BIP-Wachstum und Inflationsrate – Globale Wirtschaft	45
Abbildung 8	BIP-Wachstum und Inflationsrate – Deutsche Wirtschaft.....	47
Abbildung 9	BIP Wachstum und Inflationsrate – Chinesische Wirtschaft	48
Abbildung 10	Wachstumserwartungen im Bereich Oberflächeninspektionssysteme und Automatisierungstechnik im Vergleich.....	50
Abbildung 11	Markt für Oberflächeninspektionssysteme weltweit	51
Abbildung 12	Markt für Oberflächeninspektionssysteme nach Regionen	51
Abbildung 13	Wachstumsraten in der Bildverarbeitungsindustrie in Deutschland	52
Abbildung 14	Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Metall und Glas weltweit	53
Abbildung 15	Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Metall und Glas nach Regionen.....	53
Abbildung 16	Entwicklung von Stahlproduktionskapazität und Stahlproduktion	54
Abbildung 17	Prognostizierte Nachfrage nach Stahl	55
Abbildung 18	Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Papier und Holz nach Regionen.....	57
Abbildung 19	Markt für Oberflächeninspektionssysteme für Papier und Holz nach Regionen.....	57
Abbildung 20	Weltweite Produktionsmenge von Papier, Karton und Pappe.....	58
Abbildung 21	Wachstumsquellen und deren Berücksichtigung im Bewertungskalkül	92
Abbildung 22	Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern.....	99
Abbildung 23	Harris Pringle mit Excess Cash Beta – Unlevering	103
Abbildung 24	Harris Pringle mit Excess Cash Beta – Rellevering	103
Abbildung 25	Aktienkurs und Handelsvolumen 23. Dezember 2020 bis zum 22. März 2021	134
Abbildung 26	Prüfungsschema: Eigener versus Betafaktor der Peer Group	146
Abbildung 27	Weighted Average Cost of Capital	166
Abbildung 28	Maßstäbe für die Plausibilitätsbeurteilung gemäß IDW Praxishinweis 2/2017	171

II. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Wesentliche Gesprächstermine.....	4
Tabelle 2	Bilanzen der IVP (Einzelabschluss) der Jahre 2017/18 bis 2019/20.....	35
Tabelle 3	Gewinn- und Verlustrechnungen der IVP (Einzelabschluss) für die Jahre 2017/18 bis 2019/20	37
Tabelle 4	Konsolidierte Bilanzen der IVP-Gruppe der Jahre 2017/18 bis 2019/20.....	39
Tabelle 5	Konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnungen der IVP-Gruppe für die Jahre 2017/18 bis 2019/20	41
Tabelle 6	Verteilung des Auftragseingangs und der Umsatzerlöse in den Jahren 2017/18 bis 2019/20	42
Tabelle 7	Peer Group 1: Surface Vision (Short Lists RSM und IVC)	62
Tabelle 8	Peer Group 2a: Metall (Short Lists RSM und IVC)	63
Tabelle 9	Peer Group 2b: Aluminum (Short Lists RSM und IVC)	63
Tabelle 10	Peer Group 2c: Papier (Short Lists RSM und IVC)	64
Tabelle 11	Vergangenheitsbereinigungen für die Jahre 2017/18 bis 2019/20.....	65
Tabelle 12	Planung Auftragseingang und Umsatzerlöse der Jahre 2017/18 ff.....	67
Tabelle 13	Planung Auftragseingang und Umsatzerlöse der Jahre 2018/19 f.....	67
Tabelle 14	Planung Auftragseingang und Umsatzerlöse der Jahre 2019/20	68
Tabelle 15	Plan-Ist-Vergleich Jahr 2017/18	69
Tabelle 16	Plan-Ist-Vergleich Jahr 2018/19	70
Tabelle 17	Plan-Ist-Vergleich Jahr 2019/20	71
Tabelle 18	Planungserörterungen im Aufsichtsrat der IVP	72
Tabelle 19	Operative Planung der Jahre 2020/21 bis 2024/25 – nach Anpassungen des Bewertungsgutachters	76
Tabelle 20	Operative Planung der Jahre 2020/21 bis 2024/25 – Aufbereitung IVC	78
Tabelle 21	Operative Planung der Jahre 2020/21 bis 2024/25 (Quoten und Margen) – Aufbereitung IVC	78
Tabelle 22	Planungsstände für das Budgetjahr 2020/21	80
Tabelle 23	Umsatzerlöse IVP-Gruppe im Vergleich zur ISRA VISION-Gruppe.....	81
Tabelle 24	EBITDA und EBIT IVP-Gruppe im Vergleich zur ISRA VISION-Gruppe.....	82
Tabelle 25	Umsatzwachstumsraten der Peer Group Surface Vision im Vergleich zur IVP-Gruppe	84
Tabelle 26	Umsatzwachstumsraten der Peer Group Metall im Vergleich zur IVP-Gruppe	84
Tabelle 27	Umsatzwachstumsraten der Peer Group „Aluminium“ im Vergleich zur IVP-Gruppe	85
Tabelle 28	Umsatzwachstumsraten der Peer Group „Papier“ im Vergleich zur IVP-Gruppe	85
Tabelle 29	EBIT-Margen der Peer Group „Surface Vision“ im Vergleich zur IVP-Gruppe	86
Tabelle 30	Operative Planung und Terminal Value – IVC.....	90

Tabelle 31	Operative Planung und Terminal Value (Quoten und Margen) – IVC.....	90
Tabelle 32	Operative Planung und Terminal Value (Wachstum und Margenverbesserung) – IVC.....	90
Tabelle 33	Capital Employed und Finanzierungsbedarf – IVC	94
Tabelle 34	Bewertungsbilanz – IVC	96
Tabelle 35	Ergebnis vor Unternehmenssteuern (EBT)	96
Tabelle 36	Ergebnis nach Unternehmenssteuern	97
Tabelle 37	Ausschüttungspotenzial.....	97
Tabelle 38	Zu kapitalisierendes Ergebnis	98
Tabelle 39	Raw Betas (wöchentlich) der Peer Group 1 (Surface Vision)	105
Tabelle 40	Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 1 (Surface Vision)	106
Tabelle 41	Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 1 (Surface Vision).....	107
Tabelle 42	Raw Betas (wöchentlich) der Peer Group 2a (Stahl)	108
Tabelle 43	Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 2a (Stahl)	108
Tabelle 44	Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 2a (Stahl).....	109
Tabelle 45	Raw Betas (wöchentlich) der Peer Group 2b (Aluminium).....	110
Tabelle 46	Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 2b (Aluminium)	110
Tabelle 47	Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 2b (Aluminium)	111
Tabelle 48	Raw Betas wöchentlich der Peer Group 2c (Papier).....	112
Tabelle 49	Verschuldungsgrade und Debt Betas der Peer Group 2c (Papier)	112
Tabelle 50	Asset Betas (wöchentlich) der Peer Group 2c (Papier).....	113
Tabelle 51	Asset Betas gesamt.....	114
Tabelle 52	Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag im TV)	115
Tabelle 53	Ertragswert zum 30. September 2020.....	116
Tabelle 54	Net Debt-Posten mit Bezug zur (übrigen) ISRA VISION-Gruppe.....	117
Tabelle 55	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegenüber verbundenen Unternehmen (Abschätzung).....	118
Tabelle 56	Aufteilung Liquidität und Working Capital.....	118
Tabelle 57	Betriebsnotwendige Liquidität.....	119
Tabelle 58	Nicht betriebsnotwendige Liquidität.....	119
Tabelle 59	Nicht betriebsnotwendige Liquidität unter Berücksichtigung persönlicher Steuern	120
Tabelle 60	Werteffekt aus Nachversteuerung des steuerlichen Einlagekontos	122
Tabelle 61	Sonderwert zum 30. September 2020 (Nicht betriebsnotwendige Liquidität und steuerliches Einlagekonto)	122
Tabelle 62	Unternehmenswert und Wert je Aktie zum 30. Juni 2021	123
Tabelle 63	Sensitivität – EBIT-Marge und DPO	124
Tabelle 64	Sensitivität – Asset Beta und Wachstumsabschlag	124
Tabelle 65	Sensitivität – Marktrisikoprämie und Basiszinssatz	125
Tabelle 66	Enterprise Value zum 31. März 2021	127

Tabelle 67	Implizite Multiplikatoren zum 31. März 2021	127
Tabelle 68	Umsatz-Multiplikatoren Peer Group Surface Vision	128
Tabelle 69	EBIT-Multiplikatoren Peer Group Surface Vision	129
Tabelle 70	Aktien-Tageswerte vom 23. Dezember 2020 bis zum 22. März 2021	135
Tabelle 71	Gewinn- und Verlustrechnungen – vor Anpassungen Bewertungsgutachter	141
Tabelle 72	Bilanzen – vor Anpassungen Bewertungsgutachter	141
Tabelle 73	Gewinn- und Verlustrechnungen – nach Anpassungen Bewertungsgutachter	142
Tabelle 74	Bilanzen – nach Anpassungen Bewertungsgutachter	142
Tabelle 75	Replikation der Bewertung des Bewertungsgutachters	143
Tabelle 76	Startbilanz zum 30. September 2020 (technischer Bewertungsstichtag)	144
Tabelle 77	Bilanzen – IVC	145
Tabelle 78	Peer Group 1: Surface Vision – Long List (I/III)	147
Tabelle 79	Peer Group 1: Surface Vision – Long List (II/III)	148
Tabelle 80	Peer Group 1: Surface Vision – Long List (III/III)	149
Tabelle 81	Peer Group 2a: Metall – Long List	150
Tabelle 82	Peer Group 2b: Aluminium – Long List	151
Tabelle 83	Peer Group 2c: Papier – Long List	152
Tabelle 84	Liquiditätskennzahlen	153
Tabelle 85	Ausschüttungsquote der Unternehmen der Peer Group Surface Vision	154
Tabelle 86	WACC-Verfahren – nach persönlichen Steuern	155
Tabelle 87	WACC-Verfahren – vor persönlichen Steuern	156

J. Kontakt



Dr. Jörn Schulte
Wirtschaftsprüfer, CVA

P +49 (0) 201-31 04 83 75
F +49 (0) 201-31 04 83 99

joern.schulte@ivc-wpg.com
www.ivc-wpg.com



Dr. Alexander Brunner
Wirtschaftsprüfer

P +49 (0) 201-31 04 83 82
F +49 (0) 201-31 04 83 99

alexander.brunner@ivc-wpg.com
www.ivc-wpg.com



Georg Köller
Diplom-Ökonom

P +49 (0) 201-31 04 83 89
F +49 (0) 201-31 04 83 99

georg.koeller@ivc-wpg.com
www.ivc-wpg.com



Caroline Wegner
Master of Science

P +49 (0) 201-31 04 83 94
F +49 (0) 201-31 04 83 99

caroline.wegner@ivc-wpg.com
www.ivc-wpg.com



Mario Bode
Bachelor of Science

P +49 (0) 201-31 04 83 0
F +49 (0) 201-31 04 83 99

mario.bode@ivc-wpg.com
www.ivc-wpg.com

K. Anlageverzeichnis

Anlage 1: Beschluss des Landgerichts Köln, 2. Kammer für Handelssachen, vom 9. April 2021 zur Auswahl und Bestellung der IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Essen, zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG i.V.m. § 293c Abs. 1 AktG in dem Verfahren zur Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach § 327c Abs. 2 S. 3, § 293c Abs. 1 S. 3, 4 AktG betreffend die ISRA VISION AG, Darmstadt

Anlage 2: Entwurf des Übertragungsbeschlusses (Stand: 20. Mai 2021)

Anlage 3: Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017.

Die in der Berichterstattung enthaltenen Berechnungen werden mit einer geringeren Anzahl Nachkommastellen dargestellt als in den zu Grunde liegenden Berechnungen berücksichtigt sind. Beim Nachvollziehen der Rechenoperationen können sich daher ggf. geringfügige Abweichungen zu den dargestellten Tabellenwerten ergeben.

Anlage 1



Landgericht Köln



-82- Landgericht Köln, 50922 Köln

IVC Independent Valuation & Consulting
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Herrn Wirtschaftsprüfer Dr. Jörn Schulte
Girardestraße 2
45131 Essen

09.04.2021

Seite 1 von 1

Aktenzeichen
82 O 33/21
bei Antwort bitte angeben

Bearbeiter
Frau Honecker
Durchwahl
0221/477-2551

Sehr geehrte Damen und Herren,

in dem Rechtsstreit
ISRA VISION AG

erhalten Sie auf Anordnung des Gerichts die Anlage(n) zur Kenntnis.

Mit freundlichen Grüßen

Hess

Justizbeschäftigte

- automatisiert erstellt, ohne Unterschrift gültig -

Anschrift
Luxemburger Straße 101
50939 Köln
Sprechzeiten
Mo. bis Do. 08:30 Uhr bis 14:30
Uhr und Fr. 08:30 Uhr bis 14:00
Uhr
Telefon
0221/477-0
Telefax:
0221/477-3333
www.lg-koeln.nrw.de
Nachbriefkasten: Luxemburger
Straße 101, 50939 Köln
Konten der Zahlstelle des
Amtsgerichts Köln: Deutsche
Bundesbank Filiale Köln IBAN
DE87 3700 0000 0037 0015 12

Verkehrsanbindung: KVB-Linie
18 (Haltestelle Weißhausstraße),
Bus-Linie 142 (Haltestelle
Justizzentrum)

Beglaubigte Abschrift

82 O 33/21



Landgericht Köln

Beschluss

In dem Verfahren zur Bestellung eines sachverständigen Prüfers
nach § 327 c Abs. 2 S. 3, § 293 c Abs. 1 S. 3, 4 AktG,
an dem beteiligt sind:

ISRA VISION AG, vertreten durch den Vorstandsvorsitzenden Enis Ersü,
Industriestraße 14, 64297 Darmstadt,

Antragstellerin,

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Lauber
am 09.04.2021 beschlossen:

Auf den Antrag der Antragstellerin vom 23. März 2021 wird für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung als sachverständiger Prüfer ausgewählt und bestellt:

IVC Independent Valuation & Consulting AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
verantwortlicher Prüfer: Herr Wirtschaftsprüfer Dr. Jörn Schulte
Girardetstraße 2
45131 Essen
Tel. 0201 310483-0
Fax 0201 310483-99
E-Mail: joern.schulte@ivc-wpg.com

Gründe:

Gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG i.V.m. § 293 c Abs. 1 AktG ist auf Antrag des Hauptaktionärs zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung ein sachverständiger Prüfer zu bestellen.

Im Rahmen des gerichtlichen Auswahlermessens bestellt die Kammer die IVC AG aus Essen. Verantwortlich als sachverständiger Prüfer ist Herr Wirtschaftsprüfer Dr. Jörn Schulte, der mit Unternehmensbewertungen in Spruchverfahren befasst war und ist. Herr Wirtschaftsprüfer Dr. Schulte hat auf Anfrage des Gerichts erklärt, dass er mit einer Bestellung zum sachverständigen Prüfer einverstanden ist und ausreichende Kapazitäten zur Durchführung der Prüfung zur Verfügung stehen. Ferner ist mitgeteilt worden, dass Gründe im Sinne der §§ 319 ff. HGB, die eine Prüfung im vorliegenden Verfahren ausschließen würden, nicht vorliegen.

Gegenstandswert: € 5.000,00.

Dr. Lauber

Beglaubigt

Urkundsbeamter/in der Geschäftsstelle

Landgericht Köln



Anlage 2

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

für die ordentliche Hauptversammlung der ISRA VISION PARSYTEC AG am 30. Juni 2021

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der ISRA VISION PARSYTEC AG mit Sitz in Aachen werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. des Aktiengesetzes auf die ISRA VISION AG mit Sitz in Darmstadt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Darmstadt unter HRB 100966, als Hauptaktionärin der ISRA VISION PARSYTEC AG gegen Gewährung einer von der ISRA VISION AG zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 10,24 je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie übertragen.“

Anlage 3

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

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