PKF FASSELT

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG anlässlich der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

SLM Solutions Group AG, Lübeck

auf die

Nikon AM. AG, Berlin

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG anlässlich der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

SLM Solutions Group AG, Lübeck

auf die

Nikon AM. AG, Berlin

PKF Fasselt Partnerschaft mbB · Wirtschaftsprüfungsgesellschaft · Steuerberatungsgesellschaft · Rechtsanwälte
Tel. +49 203 30001-0 I Fax +49 203 30001-50 I www.pkf-fasselt.de
Niederlassung Duisburg I Schifferstraße 210 I 47059 Duisburg I Postfach 100462 I 47004 Duisburg

Rechtsform: PartG mbB | Sitz: Berlin | Registergericht: Amtsgericht Charlottenburg | PR Nr. 645 B | Registriert beim PCAOB

Inhaltsverzeichnis Seite

1. Auftrag und Auftragsdurchführung 1

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung 11

2.1. Prüfungsgegenstand 11

2.2. Art und Umfang der Prüfung 12

2.3. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung 13

3. Prüfung der Angemessenheit der bei der Ermittlung der Barabfindung angewandten Methoden 16

3.1. Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Methode 16

3.2. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte 19

3.3. Liquidationswert 20

3.4. Vergleichende Marktbewertung 21

3.5. Vorerwerbe durch die Nikon AM. AG 22

3.6. Börsenkurs 22

3.7. Prüfungsfeststellung zur Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung 23

4. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung 24

4.1. Bewertungsobjekt 24

4.2. Geschäftstätigkeit der SLM AG 26

4.3. Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds 27

4.3.1. Vorbemerkungen 27

4.3.2. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen 29

4.3.3. Spezifisches Markt- und Wettbewerbsumfeld 32

4.4. Bewertungsstichtag 49

4.5. Ableitung der finanziellen Überschüsse der SLM AG 49

4.5.1. Vorbemerkungen 49

4.5.2. Vergangenheitsanalyse 50

4.5.3. Analyse der Planungssystematik und des Planungsprozesses 58

4.5.4. Analyse des Plan-Ist-Vergleichs 60

4.5.5. Analyse der Planungsrechnung 64
4.6. Kapitalisierungszinssatz 75
4.6.1. Grundlagen 75
4.6.2. Basiszinssatz 76
4.6.3. Risikozuschlag 78
4.6.3.1. Marktrisikoprämie 78
4.6.3.2. Betafaktor 81
4.6.4. Wachstumsabschlag 93
4.6.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz 95
4.7. Ertragswert der SLM AG 96
4.8. Sonderwerte 98
4.9. Unternehmenswert und Wert je Aktie 99
5. Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren 99
6. Analyse des Börsenkurses 103
7. Szenarioanalyse 106
8. Prüfungsergebnis und abschließende Erklärung 107

Anlagen	Nr.	Seiten
Beschluss des Landgerichts Lübeck vom 17. April 2023 zur Bestellung der PKF Fasselt Partnerschaft mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte, Duisburg, zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer gemäß §§ 10, 60 UmwG sowie gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327c, 293c, 293d AktG zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung für die nach §§ 327a ff. AktG vorgesehene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der SLM Solutions Group AG, Lübeck, auf die Nikon AM. AG, Berlin	1	6
Ablauf der Prüfungsdurchführung	2	3
Börsenkurse und Handelsplätze SLM Solutions Group AG im Zeitraum 10. November 2022 bis 9. Februar 2023	3	1

Allgemeine Auftragsbedingungen
für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017 des Instituts der Wirtschaftsprüfer
in Deutschland e.V.

sowie

Besondere Auftragsbedingungen
PKF Fasselt Partnerschaft mbB
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
Rechtsanwälte vom 1. Oktober 2020

Aus rechentechnischen Gründen können in Tabellen und Verweisen Rundungsdifferenzen zu den sich mathematisch exakt ergebenden Werten (Geldeinheiten, Prozentangaben usw.) auftreten.

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AM	Additive Manufacturing
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
d. h.	das heißt
DCF	Discounted Cash Flow
EAT	earnings after tax (Gewinn nach Steuern, Jahresfehlbetrag, Jahresüberschuss)
EBIT	earnings before interest and tax (Gewinn vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	earnings before interest, tax and depreciation and amortization (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	earnings before tax (Gewinn vor (Unternehmen-)Steuern)
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
EUR	Euro
e. V.	eingetragener Verein
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgende
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
i. d. F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.

IDW S 1 i. d. F. 2008	IDW Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008
i. V. m.	in Verbindung mit
IWF	Internationale Währungsfonds
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mio.	Million(en)
Nr.	Nummer
Nikon AM. AG	Nikon AM. AG, Berlin
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
PBF	Powder Bed Fusion (Pulverbettfusion)
p.a.	per anno
rd.	rund
S.	Seite
S&P Capital IQ	S&P Global Market Intelligence (and its affiliates, as applicable)
SLM AG	SLM Solutions Group AG, Lübeck
sog.	sogenannte/r
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
TEUR	tausend Euro
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	WpÜG-Angebotsverordnung
z.B.	zum Beispiel
Ziff.	Ziffer

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Nikon AM. AG, Berlin

- nachstehend als Nikon AM. AG bezeichnet -

und die

SLM Solutions Group AG, Lübeck

- nachstehend als SLM AG bezeichnet -

beabsichtigen, eine Verschmelzung durch Aufnahme unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 4 ff. UmwG durch Übertragung des Vermögens der SLM AG als Ganzes auf die Nikon AM. AG durchzuführen. Es ist geplant, dass der Verschmelzungsvertrag am 5. Juni 2023 notariell beurkundet wird. Im Rahmen der Verschmelzung sollen gem. § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i. V. m. §§ 327a ff. AktG die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auf die Hauptaktionärin übertragen werden (umwandlungsrechtlicher Squeeze Out).

Voraussetzung für die Durchführung eines umwandlungsrechtlichen Squeeze Out nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG ist, dass der übernehmenden Gesellschaft mindestens 90 % der Anteile an der übertragenden Gesellschaft gehören. Mit Schreiben vom 10. Februar 2023 hat die Nikon AM. AG den Vorstand der SLM AG darüber informiert, dass sie zu diesem Zeitpunkt einen Anteil von rd. 90,8 % am Grundkapital der SLM AG hält. Zugleich hat sie ihre Absicht erklärt, eine Verschmelzung der SLM AG (übertragender Rechtsträger) auf die Nikon AM. AG (übernehmender Rechtsträger) unter Ausschluss der Minderheitsaktionäre der SLM AG nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i. V. m. §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen.

Der finale Entwurf des Verschmelzungsvertrags zwischen der Nikon AM. AG und der SLM AG vom 31. Mai 2023 ist gem. §§ 60, 9, 10 UmwG zu prüfen. Hierzu verweisen wir auf unseren Bericht über die Prüfung des Verschmelzungsvertrags vom 3. Juni 2023. Innerhalb von drei Monaten nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags kann die Hauptversammlung der SLM AG als übertragende Gesellschaft auf Verlangen der Hauptaktionärin Nikon AM. AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließen (Übertragungsbeschluss). Als Tag der Hauptversammlung der SLM AG, auf der der Übertragungsbeschluss herbeigeführt werden soll, ist der 13. Juli 2023 vorgesehen.

Mit Beschluss vom 17. April 2023 hat das Landgericht Lübeck auf Antrag der Nikon AM. AG die PKF Fasselt Partnerschaft mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte, Duisburg, zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer gemäß §§ 10, 60 UmwG sowie gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293c Abs. 1 Satz 3 bis 5 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt (**Anlage 1**). Das Auftragsverhältnis mit der Nikon AM. AG wurde mit Bestätigungsschreiben vom 19. April / 24. April 2023 schriftlich vereinbart.

Die Nikon AM. AG hat die Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, (im Folgenden auch „Ebner Stolz“ oder Bewertungsgutachter) beauftragt, den Unternehmenswert der SLM AG als Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung zu ermitteln. Die gutachtliche Stellungnahme vom 30. Mai 2023 zur Ermittlung des Unternehmenswerts der SLM AG zum 13. Juli 2023 ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre als Anlage 5 beigefügt.

Prüfungsgegenstand ist nach § 327c AktG die Angemessenheit der Barabfindung, die die Nikon AM. AG als Hauptaktionärin der SLM AG ausweislich ihres schriftlichen Berichts an die Hauptversammlung der SLM AG festgelegt hat.

Unsere Prüfung haben wir im Zeitraum 18. April bis 3. Juni 2023 in den Räumen der SLM AG in Lübeck und in unserem Büro in Duisburg durchgeführt. Dabei haben wir unsere Prüfungsarbeiten jeweils parallel und unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Nikon AM. AG und Ebner Stolz durchgeführt. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von derartigen Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertung ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Wir haben die Berechnung des Unternehmenswerts in einem von uns erstellten Bewertungsmodell nachvollzogen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Im Beschluss des Landgerichts Lübeck vom 17. April 2023 wird explizit darauf hingewiesen, dass der Prüfer keine eigenständige Bewertung des Unternehmens durchzuführen hat. Vielmehr sind einschlägige Elemente der Bewertung, hier der Bewertung von Ebner Stolz, die die Grundlage für die Festlegung der Barabfindung ist, auf ihre Plausibilität zu untersuchen. Wesentliche Parameter sind im Prüfungsbericht offenzulegen.

Vor diesem Hintergrund und im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung hat das Landgericht Lübeck uns im Beschluss vom 17. April 2023 aufgegeben, zu folgenden Punkten in unserem Prüfungsbericht nach § 293e AktG Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen, sofern sich die fraglichen Informationen nicht bereits hinreichend deutlich und ausführlich aus dem Bericht der Hauptaktionärin gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG ergeben:

a) Im Prüfungsbericht ist darzustellen, an welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit die Prüfung erfolgt ist und über welche Qualifikationen die eingesetzten Mitarbeiter verfügen. Sofern eine Parallelprüfung stattfindet, ist der Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht kurz zu erläutern.

b) In welchen wesentlichen Punkten bestanden divergierende Auffassungen des Prüfers zu denen des Erstellers des Berichtes nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG oder des Bewertungsgutachtens hinsichtlich der dort dargelegten Bewertung? Sofern der Unternehmenswertgutachter sich nicht der Auffassung des Prüfers angeschlossen hat, ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers vorzugswürdig ist.

c) Falls vom Prüfer verlangte Auskünfte oder sonstige Informationen (siehe oben) nicht gewährt worden sind, ist dies im Bericht offen zu legen.

d) Es ist darzulegen, aufgrund welcher Methoden der Unternehmenswert ermittelt wurde und ob die Methoden angemessen sind. Erforderlich ist die Darstellung der Bewertungsverfahren für die Bewertung des betriebsnotwendigen, des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens und ggf. der Sonderwerte.

e) Bei Anwendung eines Ertragswertverfahrens ist aufzuführen, aus welchen Quellen die im Ertragswertverfahren für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes benutzten Parameter (Basiszinssatz, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Beta-Faktor, Zusammensetzung einer Peer-Group u.a.) abgeleitet worden sind, und kurz zu begründen, warum gerade diese Indizes und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind. Es ist darzustellen, ob und wie die anhand von Kapitalmarktdaten abgeleiteten Größen vor dem Hintergrund der spezifischen Situation des Unternehmens einer Plausibilitätskontrolle unterzogen wurden.

Soweit auf Empfehlungen des FAUB zurückgegriffen wird, sollte aus dem Prüfungsbericht hervorgehen, inwieweit die Anwendung dieser Empfehlungen in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlich und fachlich anerkannt ist und - soweit dem Prüfer bekannt - inwieweit die angewendeten Empfehlungen auf einer plausiblen Datengrundlage oder wissenschaftlichen Erkenntnisquelle beruhen.

f) Soweit Vergangenheitsergebnisse und bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen.

g) Hinsichtlich der zugrunde gelegten Unternehmensplanungen sind folgende Punkte darzustellen:

(1) Basisplanungen:

- Wer hat die Basisplanungen erstellt?
- Wann wurden diese aufgestellt?
- Welche Organe haben die Prüfungen gebilligt?
- Wurden die Planungen im Rahmen des unternehmensüblichen Planungs- und Budgetierungsprozesses erstellt oder wurden sie speziell für die vorgenommene Unternehmensbewertung ausgearbeitet?

(2) Modifikationen:

- Wurden Änderungen oder Ergänzungen unternehmensinterner Basisplanungen durch den Bewertungsgutachter (oder den Prüfer) vorgenommen?
- Welche eigenständigen Rechnungen (z.B. Ermittlung der ewigen Rente) oder Sonderwertrechnungen (z.B. Auszahlungsplan für Pensionsverpflichtungen) wurden von ihm ermittelt?

(3) Planungsprämissen:

Darstellung der wesentlichen wertbeeinflussenden Planungsparameter mit entsprechenden Erläuterungen bzw. Begründungen hinsichtlich deren Auswahl und gegebener Bandbreiten. Insbesondere sind die Prämissen bezüglich der Entwicklung und der Geschäftstätigkeit darzulegen. Die zur Verfügung stehenden Marktprognosen

zum Zeitpunkt der Planerstellung sind ebenso aufzuführen, wie die Auswahl der zugrunde gelegten Marktprognosen. Die Ertragsplanung ist hinsichtlich Mengen- und Preisentwicklung getrennt zu beschreiben.

h) Erläuterungen von Besonderheiten bei der im Bericht oder Bewertungsgutachten dargelegten Bewertung, z.B.

- Sonderwerte
- nicht betriebsnotwendiges Vermögen
- besondere Unternehmenssituationen.

i) Im Falle der Ermittlung eines Börsenwertes sind die Datenquellen und die Berechnungsmethodik bei der Ermittlung von durchschnittlichen Börsenkursen zu nennen bzw. darzustellen. Die gehandelten Einzelumsätze mit Angaben zu Datum, Volumen (Stückzahl), Börsenplatz und gehandeltem Kurs sollten sich aus dem Prüfbericht oder einem Anhang dazu ergeben oder bei sehr großem Datenumfang zumindest in elektronischer Form beigefügt werden (vgl. Ziffer 4.). Weicht der Börsenkurs von einem nach anderen Methoden ermittelten Unternehmenswert erheblich ab, sollte der Prüfer die aus seiner Sicht dafür maßgeblichen Gründe darlegen.

Für unsere Prüfung haben uns im Wesentlichen die folgenden Unterlagen und Informationen vorgelegen:

- Schriftlicher Bericht der Hauptaktionärin vom 31. Mai 2023, in dem die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien dargelegt werden und die angemessene Barabfindung ermittelt und begründet wird;
- Gutachtliche Stellungnahme von Ebner Stolz zur Ermittlung des Unternehmenswerts zum 13. Juli 2023 der SLM AG vom 30. Mai 2023 sowie vorangegangene Entwürfe,
- Schreiben der Nikon AM. AG vom 10. Februar 2023 an den Vorstand der SLM AG betreffend die Absicht einer Verschmelzung der SLM AG auf die Nikon AM. AG und eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der SLM AG im Zusammenhang mit der Verschmelzung (umwandlungsrechtlicher Squeeze Out);
- Depotbestätigung der Morgan Stanley Bank AG vom 12. Januar 2023 über 23.375.890 auf den Inhaber lautende Stückaktien der SLM AG;
- Depotbestätigung der Deutschen Bank AG vom 30. Mai 2023 über 28.738.475 auf den Inhaber lautende Stückaktien der SLM AG;

- Finaler Entwurf des Verschmelzungsvertrages vom 31. Mai 2023 sowie vorangegangene Entwürfe;
- Geschäftsberichte der SLM AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022;
- Berichte der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg, über die Prüfung der Einzelabschlüsse und der Konzernabschlüsse der SLM AG zum 31. Dezember 2020, zum 31. Dezember 2021 und zum 31. Dezember 2022;
- Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der Tochtergesellschaften für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022;
- Handelsregisterauszug der SLM AG vom 30. Mai 2023;
- Satzung der SLM AG mit Stand vom 19. Januar 2023;
- Entwurf des Beschlusses des Aufsichtsrats der SLM AG vom 31. Mai 2023 über die Änderung von § 4 der Satzung der SLM AG bezüglich der Einteilung des Grundkapitals in 31.107.819 Stückaktien ohne Nennbetrag;
- Bezugserklärungen der BNP Paribas (in ihrer Funktion als Wandlungsstelle) gemäß § 198 AktG vom 5. Mai 2023 betreffend die Aktien der SLM Solutions Group AG, die seit dem 17. Januar 2023 infolge der Wandlung von Wandelschuldverschreibungen 2020/2026, 2021/2026 und 2022/2026 ausgegeben worden sind;
- Budget-/Planungsrechnung für den SLM AG-Konzern für das Geschäftsjahr 2023 mit Stand von November 2022 und Aktualisierung von Mai 2023
- Mittelfristplanung für den SLM AG-Konzern für die Geschäftsjahre 2024 bis 2027 mit Stand von Mai 2023;
- Quartalsbericht vom 10. Mai 2023 über die Ergebnisse des SLM AG-Konzerns für das 1. Quartal 2023;
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der SLM AG vom 18. Januar 2021 bis zum 16. März 2023;
- Protokolle der Sitzungen des Vorstands der SLM AG vom 26. April 2021 bis zum 29. November 2022;
- Veröffentlichungen zur Markt- und Branchensituation.

Darüber hinaus haben wir für unsere Prüfung auf die uns in Besprechungen gegebenen mündlichen Auskünfte des Vorstands und der für die Planung verantwortlichen Mitarbeiter der SLM AG sowie des Bewertungsgutachters und auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise sind uns von dem Vorstand der SLM AG und den von ihm benannten Personen bereitwillig erteilt worden. Die Vollständigkeit und Richtigkeit der erteilten Auskünfte und der vorgelegten Unterlagen haben wir uns vom Vorstand der SLM AG und vom Vorstand der Nikon AM. AG in einer berufsüblichen Vollständigkeitserklärung schriftlich bestätigen lassen.

Bei der Prüfung haben wir die entsprechenden berufsständischen Verlautbarungen und insbesondere den aktuellen IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (nachfolgend auch als „IDW S 1 i. d. F. 2008“ bezeichnet) beachtet.

Unsere Prüfungsergebnisse beruhen auf der Prüfung von Unterlagen der SLM AG, auf Auskünften des Vorstands der SLM AG sowie auf den Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswerts der SLM AG im Übertragungsbericht und ergänzenden Informationen und Unterlagen seitens der die Nikon AM. AG unterstützenden Mitarbeiter von Ebner Stolz. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Wir wurden mit Beschluss des Landgerichts Lübeck vom 17. April 2023 gebeten, im Prüfungsbericht darzustellen, an welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit unsere Prüfung erfolgt ist und über welche Qualifikationen die eingesetzten Mitarbeiter verfügen. Im Falle der vorliegend erfolgten Parallelprüfung soll der Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht kurz erläutert werden.

Am 26. April 2023 hat ein erstes Gespräch zwischen Ebner Stolz und PKF stattgefunden, in dem Ebner Stolz uns den Stand der Bewertung, den Zeitplan und die Besonderheiten des Bewertungsobjektes erläutert hat. Ferner wurde der Datenaustausch besprochen.

Der Datenaustausch hat weitgehend über einen von Ebner Stolz eingerichteten Datenraum sowie über E-Mail stattgefunden. In den Datenraum hat Ebner Stolz die von Ebner Stolz und PKF bei der SLM AG angeforderten Informationen und Unterlagen sowie Arbeitspapiere zu wesentlichen Bewertungsparametern eingestellt. Auf den Datenraum hatte PKF seit dem 25. April 2023 Zugriff.

Die wesentlichen Gespräche - insbesondere zur Planung, zu wesentlichen Bewertungsparametern und ein regelmäßiger Austausch zum Stand der Bewertung und Prüfung - haben über Videokonferenzsysteme stattgefunden. Zudem hat am 16. Mai 2023 ein Termin bei der SLM AG vor Ort in Lübeck stattgefunden (vgl. dazu Anlage 2).

Wir haben die Erkenntnisse aus den Gesprächen, den vorgelegten Unterlagen der SLM AG und den vorgelegten Arbeitspapieren der Ebner Stolz unabhängig und eigenverantwortlich analysiert und gewürdigt. Die Planungsannahmen und Bewertungsparameter haben wir intensiv mit dem Bewertungsgutachter Ebner Stolz diskutiert. Divergierende Auffassungen zwischen Ebner Stolz und PKF haben nicht vorgelegen.

Die bei der Prüfung eingesetzten verantwortlichen Mitarbeiter verfügen über die folgenden einschlägigen Qualifikationen:

- Herr Ralf Niggemeier ist Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater und hat mehr als 15-jährige, umfangreiche Erfahrungen und Kenntnisse auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung bei Transaktionen und aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen als Gutachter sowie als gerichtlich bestellter Prüfer im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit von Barabfindungen, Ausgleichszahlungen oder Umtauschverhältnissen,
- Herr Thomas Kleibrink ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater und verfügt seit über 20 Jahren über umfangreiche Erfahrungen und Kenntnisse auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen als Gutachter im Rahmen der Erstellung von Bewertungsgutachten sowie als gerichtlich bestellter Prüfer im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit von Barabfindungen, Ausgleichszahlungen oder Umtauschverhältnissen,
- Frau Andrea Stams ist Certified Valuation Analyst (CVA) und seit vier Jahren in der Unternehmensbewertung und Beratung von Unternehmen unter anderem im Bereich der Finanzierung von Unternehmenskäufen und Betriebsmitteln tätig.
- Herr Bastian Schumacher ist Certified Valuation Analyst (CVA) und seit vier Jahren in der Unternehmensbewertung und betriebswirtschaftlichen Beratung von Unternehmen unter anderem in der Formulierung und Bewertung von Geschäftsplanungen, Kooperationsmodellen, Transformationsprojekten, Investitionsrechnungen und Wirtschaftlichkeitsanalysen tätig.
- Frau Kim Xuan Tran ist Wirtschaftsprüferin und Steuerberaterin und ist seit 10 Jahren auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung sowie der betriebswirtschaftlichen Beratung von Unternehmen tätig.

Die übrigen eingesetzten Mitarbeiter haben - mit Ausnahme von Praktikanten - einschlägige Berufserfahrung von einem bis zu mehreren Jahren im Bereich der Bewertung, der Markt- und Wettbewerbsanalyse oder der Plausibilisierung von Planungsrechnungen.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der SLM AG am 13. Juli 2023 über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre noch wesentliche Veränderungen bei Bewertungsparametern oder der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage gegenüber den Annahmen im Zeitpunkt der Erstellung des Übertragungsberichts und unseres Prüfungsberichts ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG noch zu berücksichtigen. Aus diesem Grund werden wir zur Hauptversammlung eine Aktualisierungsprüfung durchführen.

Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG den vorliegenden Bericht. Den in unserem Bericht angegebenen Zahlen liegen exakte Werte zugrunde. Daher können Additionen oder Subtraktionen in Tabellenberechnungen zu geringfügigen Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

Wir weisen darauf hin, dass unsere Prüfung keine Prüfung im Sinne von §§ 316 ff. HGB darstellt. Die Grundsätze ordnungsmäßiger Durchführung von Abschlussprüfungen haben insoweit keine Anwendung gefunden. Dies gilt sowohl bezüglich der uns überlassenen Informationen als auch der erteilten Auskünfte und der sonstigen uns überlassenen Unterlagen.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der SLM AG sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem umwandlungsrechtlichen Squeeze Out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. herausgegebenen Fassung vom 1. Januar 2017 sowie die Besonderen Auftragsbedingungen der der PKF Fasselt Partnerschaft mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte vom 1. Oktober 2020 maßgebend. Unsere Haftung bestimmt sich - ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbeschränkung gemäß § 293d Abs. 2 AktG i. V. m. § 323 HGB - nach Nr. 9.1 der Allgemeinen Auftragsbedingungen. Im Verhältnis zu Dritten sind die Nr. 1.2, 6.1 und Nr. 9.3 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

2.1. Prüfungsgegenstand

Gegenstand und Umfang der sachverständigen Prüfung ergeben sich aus den § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und 293e Abs. 1 AktG.

Die Hauptaktionärin legt nach § 327b Abs. 1 AktG die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der SLM AG im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen.

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der SLM AG als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG haben wir über das Ergebnis unserer Prüfung schriftlich zu berichten. Unser Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben,

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist und
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat der Vorstand der Nikon AM. AG der Hauptversammlung der SLM AG einen ausführlichen schriftlichen Bericht (Übertragungsbericht) zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf Basis einer Überprüfung des Unternehmenswerts der SLM AG, welcher die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung bildet, beurteilen. Gegenstand unserer Prüfung ist somit insbesondere auch die Beurteilung der Unternehmensbewertung der SLM AG hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz. Da die Unternehmensbewertung auf zukunftsbezogenen Prämissen basiert, ist auch zu untersuchen, ob die wertrelevanten Planungsparameter sachgerecht abgeleitet sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Unternehmensbewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist deren Ableitung ebenfalls zu beurteilen.

Der Übertragungsbericht war nur insoweit Gegenstand unserer Prüfung, als dort wesentliche Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswerts der SLM AG und die darauf aufbauende Ableitung der vorgeschlagenen Barabfindung gemacht werden. Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, nicht Gegenstand unserer Prüfung.

2.2. Art und Umfang der Prüfung

Auf Grundlage der vorstehenden Ausführungen haben wir geprüft, ob die vorgesehene Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung als angemessen anzusehen ist.

Die Prüfung erstreckt sich danach insbesondere darauf, ob die für die Berechnung der angemessenen Barabfindung zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, die hierbei zugrunde gelegten Daten sach- und fachgerecht abgeleitet sind und die Annahmen hinsichtlich der Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen.

Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Bewertung haben wir erhalten und in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und Ebner Stolz erörtert sowie auf ihre Plausibilität hin beurteilt. Als Maßstab für die Plausibilitätsbeurteilung haben wir auf den IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (Stand 2. Januar 2017) abgestellt.

Darüber hinaus haben wir untersucht, ob Börsenkurse für einen adäquaten Referenzzeitraum in der Vergangenheit für die Bewertung herangezogen werden können.

Den Schwerpunkt unserer Prüfung haben wir darauf gelegt, festzustellen, ob

- die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planung die zu erwartende Geschäftsentwicklung der SLM AG in plausibler und begründeter Weise abbildet,
- die Planungsrechnung der SLM AG vollständig und richtig in das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters Ebner Stolz übernommen und entsprechend berücksichtigt worden ist,
- eine angemessene Bewertungsmethodik angewandt worden ist,
- der angewendete Kapitalisierungszinssatz zutreffend abgeleitet worden ist,
- ob etwaige Sonderwerte vorhanden sind und diese plausibel und sachgerecht angesetzt wurden und
- ob neben dem Ertragswert andere Vergleichsmaßstäbe wie Multiple-basierte Unternehmenswerte oder der Börsenkurs existieren, die zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung herangezogen werden können.

2.3. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Nikon AM. AG hat die Barabfindung auf Basis der gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der SLM AG von Ebner Stolz festgelegt. Ebner Stolz hat den Unternehmenswert der SLM AG als objektivierten Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 i. d. F. 2008 ermittelt.

Den so ermittelten Unternehmenswert hat Ebner Stolz im Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2008 anhand des Multiplikator-Verfahrens plausibilisiert und ferner überschlägig geprüft, ob der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Zusätzlich wurde von Ebner Stolz der Börsenkurs als Maßstab für die Barabfindung berücksichtigt.

Vor diesem Hintergrund sind wir bei der Durchführung unserer Prüfung wie folgt vorgegangen:

Zunächst haben wir die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Vergangenheit der SLM AG anhand der uns vorgelegten Konzern-Jahresabschlüsse und internen Aufgliederungen analysiert. Dazu haben wir uns die vollständigen Jahresabschlüsse und Konzernabschlüsse der SLM AG einschließlich der Prüfungsberichte zu den letzten drei Abschlussstichtagen

sowie die für den Konzernabschluss relevanten Reporting Packages der Tochtergesellschaften vorlegen lassen. Die Analyse der Vergangenheitsdaten auf Basis der genannten Jahresabschlüsse dient als Grundlage zur Plausibilisierung der Planungsrechnungen.

Anschließend haben wir uns mit der Methodik der Planungsrechnung vertraut gemacht. Für die Bewertung standen uns die Budgetplanung der SLM AG für das laufende Geschäftsjahr 2023 sowie die Planungsrechnung der SLM AG für die Jahre 2024 bis 2027 nach dem aktuellen Stand vom Mai 2023 zur Verfügung. Für diese Planungsrechnung haben wir eine Plausibilisierung der zugrunde gelegten Annahmen unter Berücksichtigung der erwarteten Marktentwicklung und der Entwicklung des wirtschaftlichen Umfeldes sowie der Ergebnisse der Vergangenheitsanalyse vorgenommen. Für die Plausibilisierung der Ergebnisplanung für das Geschäftsjahr 2023 haben wir zusätzlich die Ist-Zahlen für den Zeitraum Januar bis April 2023 zugrunde gelegt.

Im weiteren Verlauf der Prüfung haben wir das vom Bewertungsgutachter gewählte methodische Vorgehen bei der Bewertung sowie die im Einzelnen festzulegenden bewertungstechnischen Prämissen auf ihre Angemessenheit hin untersucht. Dazu haben wir das vom Bewertungsgutachter in elektronischer Form zur Verfügung gestellte Bewertungsmodell sowie das Bewertungsgutachten und vorangehende Entwürfe sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters herangezogen. Dabei haben wir geprüft, ob die Vergangenheitsrechnung und die Ausgangszahlen des letzten Jahresabschlusses zum 31. Dezember 2022, die Unternehmensplanung sowie die getroffenen bewertungstechnischen Prämissen rechnerisch und inhaltlich richtig in das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters eingegangen sind. Darüber hinaus wurden uns zu Einzelfragen ergänzende Unterlagen zur Verfügung gestellt und Auskünfte in mündlicher sowie schriftlicher Form erteilt.

Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand von Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters und anhand von eigenen Untersuchungen der relevanten Kapitalmarktdaten geprüft.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren sowie die Ableitung des Barabfindungsbetrags je Aktie aus dem ermittelten Unternehmenswert haben wir im Einzelnen nachvollzogen. Unsere Prüfung erstreckte sich auch darauf, ob die Grundsätze des IDW S 1 i. d. F. 2008 durch den Bewertungsgutachter beachtet worden sind.

Auf der Grundlage der Jahresabschlüsse und der uns erteilten Auskünfte haben wir untersucht, ob neben dem Ertragswert gesondert zu bewertende Vermögensteile im Unterneh-

menswert anzusetzen sind. Schließlich haben wir die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Erläuterungen zum Liquidationswert, zur vergleichenden Marktbewertung und zum Börsenkurs nachvollzogen, überprüft und abschließend kritisch gewürdigt.

Die Planungsannahmen und Bewertungsparameter mit wesentlicher Auswirkung auf den Unternehmenswert wurden im Prüfungsverlauf zwischen uns, dem Management der SLM AG und dem Bewertungsgutachter intensiv besprochen.

Ein wesentlicher Diskussionspunkt waren die Wachstumsprognosen in Bezug auf die Entwicklung der Umsatzerlöse der SLM AG und die damit korrespondierenden EBITDA- und EBIT-Margen für den Zeitraum einer Übergangsphase nach dem Ende der Mittelfristplanung der Gesellschaft ab dem Jahr 2028 bis zum Eintritt in einen Terminal Value. Die von uns vorgebrachten Hinweise auf weitere Marktstudien mit ergänzenden Angaben über Prognosezeiträume und Wachstumserwartungen hat der Bewertungsgutachter neben eigenen Überlegungen und den geäußerten Einschätzungen der Gesellschaft in die Ableitung der Übergangsphase einfließen lassen.

Im Rahmen der Prüfung des Betafaktors wurden unterschiedliche Abgrenzungen der Peer Group, die verwendeten Aktienindizes und die Berücksichtigung des Verschuldungsgrades intensiv mit dem Bewertungsgutachter diskutiert.

Zum endgültigen Stand der Bewertung hat es zwischen uns und dem Bewertungsgutachter keine divergierenden Auffassungen zu bewertungsrelevanten Sachverhalten gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.

Anlage 2 zu diesem Prüfungsbericht fasst den Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht zusammen.

Unser Prüfungsbericht gibt die Ergebnisse unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

3. Prüfung der Angemessenheit der bei der Ermittlung der Barabfindung angewandten Methoden

Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung je Aktie aus dem anteiligen Unternehmenswert der SLM AG kommen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden in Betracht, auf die nachfolgend mit Bezug zur Bewertung eingegangen wird.

3.1. Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Methode

Der Gesetzgeber legt keine bestimmte Methode für die Bewertung von Unternehmen fest. Aus Sicht des BGH ist lediglich entscheidend, dass es sich um eine in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannte und in der Praxis gebräuchliche Methode handelt (vgl. BGH v. 29. September 2015).

Der IDW Standard IDW S 1 i. d. F. 2008 zu den „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, auf den Ebner Stolz im vorliegenden Fall abgestellt hat, legt - vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte - die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten.

Die im IDW S 1 i. d. F. 2008 verankerten Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung von Unternehmenswerten dar (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. November 2013 -20 W 4/12). Bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen werden überwiegend objektivierte Unternehmenswerte nach IDW S 1 i. d. F. 2008 herangezogen.

Nach IDW S 1 i. d. F. 2008 wird der Unternehmenswert grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. Zur Ermittlung des Barwerts der künftigen Ertragsüberschüsse können die Ertragswertmethode und die Discounted-Cash-Flow-Methoden in ihren unterschiedlichen Ausprägungen herangezogen werden. Diese Verfahren beruhen auf der gleichen konzeptionellen Grundlage des Kapitalwertkalküls. Bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen die Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten.

Nach unserer Beurteilung ist es methodisch angemessen, den Unternehmenswert der SLM AG grundsätzlich auf Basis des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i. d. F. 2008 in Form des Ertragswertverfahrens, einem in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkannten Verfahren, zu ermitteln.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts der SLM AG beruht auf der Ertragswertmethode. Diese Methode ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen unter Berücksichtigung geplanter Ausschüttungen abgeleitet werden. Die methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der SLM AG ist damit in Übereinstimmung mit dem Standard IDW S 1 i. d. F. 2008 erfolgt.

Eine nach der Ertragswertmethode vorgenommene ordnungsgemäße Unternehmensbewertung setzt aufeinander abgestimmte Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzplanungen voraus. Hierbei können ergänzende Rechnungen zur Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen notwendig werden. Der Bewertungsgutachter hat die von der SLM AG erstellten Teilplanungen in ein integriertes Planungs- und Bewertungsmodell bestehend aus Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Bilanz und Cash-Flow-Planung überführt und um eine gesonderte Finanz- und Steuerplanung ergänzt. Durch diese Integration ist grundsätzlich sichergestellt, dass die einzelnen Planungselemente hinsichtlich der Planungsprämissen aufeinander abgestimmt sind und in sich schlüssig eine einheitliche Planungsrechnung ergeben.

Die Bewertung von Unternehmen nach dem Ertragswertkalkül setzt eine Prognose der verfügbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Diese Prognose ist der Ausgangspunkt und das Kernproblem einer jeden Unternehmensbewertung. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft kann dabei als Anhaltspunkt für Plausibilisierungsüberlegungen dienen, auf denen stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen aufbauen. Neben der Analyse der Erfolgsfaktoren des Unternehmens erfordert eine fundierte Prognose die Untersuchung der erwarteten Markt- und Wettbewerbsverhältnisse in der jeweiligen Branche des Unternehmens sowie gegebenenfalls begleitende Analysen zu volkswirtschaftlichen Zusammenhängen. Die Prognose wird dabei in der Regel in zwei Phasen unterteilt. In der Detailplanungsphase (erste Phase) können die einzelnen Einflussgrößen der finanziellen Überschüsse für einen überschaubaren Zeitraum im Allgemeinen hinreichend detailliert veranschlagt werden. Die Ableitung des nachhaltig erzielbaren finanziellen Überschusses im Zeitraum der ewigen Rente (zweite Phase) basiert regelmäßig auf langfristigen Fortschreibungen von Trendentwicklungen.

Die Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse erfolgt mit einem Kapitalisierungszinssatz, der hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung im Verhältnis zu dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom äquivalent sein muss. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens, bei dem die finanziellen Überschüsse der Anteilseigner zu bewerten sind, ist zu diesem

Zweck ein Eigenkapitalkostensatz zu ermitteln. Ausgangspunkt für die Bestimmung des Diskontierungssatzes ist die beobachtete Rendite einer vergleichbaren Anlage in Unternehmensanteile, die grundsätzlich in einen risikolosen Basiszinssatz und eine für die Übernahme des unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie aufgeteilt werden kann. In Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die Ermittlung des Diskontierungszinssatzes auf Basis der Modellannahmen des Capital Asset Pricing Models (CAPM) anerkannt, das in seiner Ausprägung des Marktmodells zur Ermittlung der Risikoprämien auf empirisch beobachtbare Kapitalmarktdaten abstellt. Der risikolose Basiszinssatz wird dabei aus empirisch beobachtbaren Zinsstrukturkurven abgeleitet. Um ein in der zweiten Planungsphase angenommenes Wachstum der finanziellen Überschüsse im Bewertungskalkül abzubilden, ist der Kapitalisierungszinssatz für die Phase der ewigen Rente um einen entsprechenden Wachstumsabschlag zu kürzen.

Nach den von der Rechtsprechung und Bewertungspraxis entwickelten und in IDW S 1 i. d. F. 2008 niedergelegten Grundsätzen ist der Unternehmenswert bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen als objektivierter Wert zu ermitteln.

Der objektivierte Unternehmenswert stellt im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung einen typisierten, intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner dar. Daher sind sowohl bei der Ableitung der für die Zukunft erwarteten finanziellen Überschüsse als auch bei der Festlegung des für die Diskontierung der künftigen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag anzuwendenden Zinssatzes neben den auf der Unternehmensebene anfallenden definitiven Ertragsteuern auch die bei Ausschüttung der Überschüsse entstehende persönliche Steuerbelastung der Anteilseigner zu berücksichtigen. Zinseinkünfte, Dividendeneinkünfte und Kursgewinne unterliegen der einheitlichen Abgeltungssteuer in Höhe von 25,0 % zuzüglich Solidaritätszuschlag. Die Kursgewinnbesteuerung ist von dem Zeitpunkt der Kursgewinnrealisierung abhängig, daher ist in dieser Hinsicht eine Typisierung über die Haltedauer notwendig. In Literatur und Bewertungspraxis wird dabei von einer langfristigen Haltedauer ausgegangen und eine effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe des hälftigen nominellen Abgeltungssteuersatzes von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag als sachgerecht erachtet.

Die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts setzt darüber hinaus auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft auf, die grundsätzlich auf den zum Stichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren beruht. In den objektivierten Unternehmenswert fließen daher nur die Erfolgschancen ein, die sich aus den zum Stichtag bereits eingeleiteten oder hinreichend

konkretisierten Maßnahmen ergeben. Noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen wie z.B. mögliche, aber noch unbestimmte Erweiterungsinvestitionen sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.

In den objektivierten Unternehmenswert sind nach den in Rechtsprechung und Bewertungspraxis entwickelten Grundsätzen bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen nur diejenigen Synergieeffekte einzubeziehen, die sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen (sogenannte unechte Synergieeffekte). 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). Dies gilt jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 34). Echte Synergieeffekte, die sich erst mit der Durchführung der dem Anlass zugrundeliegenden Maßnahme ergeben, sind nicht zu berücksichtigen.

Bei der Ableitung der ausschüttungsfähigen finanziellen Überschüsse sind in der Detailplanungsphase die bisherige und geplante Ausschüttungspolitik, die Eigenkapitalausstattung sowie die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu berücksichtigen. Bei der Prognose der nachhaltig ausschüttungsfähigen Ergebnisse in der Phase der ewigen Rente ist nach IDW S 1 i. d. F. 2008 grundsätzlich anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. Bei den thesaurierungs- und inflationsbedingten Wertzuwächsen ist in diesem Zusammenhang eine bestehende, effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung zu berücksichtigen.

Die Bewertung der SLM AG ist nach diesen methodischen Grundsätzen sachgerecht und zutreffend erfolgt.

3.2. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

Im ermittelten Ertragswert findet nur der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens seinen Niederschlag. Wenn das Bewertungsobjekt über nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände verfügt, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens zu beeinträchtigen, und die einen gegenüber ihrem Ertragswert höheren Veräußerungswert haben, sind diese außerhalb der Ertragsbewertung der betriebsnotwendigen Un-

ternehmensteile gesondert anzusetzen und in den jeweiligen Gesamtunternehmenswert einzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können als anzusetzende Sonderwerte auch steuerliche Sondertatbestände zu erfassen sein.

Bei der SLM AG besteht kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder andere als Sonderwert anzusetzende Vermögenswerte.

3.3. Liquidationswert

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).

Insbesondere bei schlechter Ertragslage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation (in Form von Zerschlagung oder Verkauf) des gesamten Unternehmens ergeben, den Ertragswert als Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildete nach früherer Auffassung der Liquidationswert des Unternehmens stets die Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung. Die neuere Rechtsprechung unterscheidet hingegen nicht nur danach, ob überhaupt die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, sondern sie differenziert auch nach den Gründen und den Umständen der Fortführung gegebenenfalls unrentabler Unternehmen. Demnach ist der Liquidationswert allenfalls dann maßgeblich, wenn die Liquidation tatsächlich angestrebt wird oder die Ertragsaussichten auf Dauer negativ sind (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Februar 2004, DB 2004, S. 1032 ff., und LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. Juni 2006, NZG 2006, S. 868 ff.).

Im vorliegenden Bewertungsfall wurde vom Bewertungsgutachter auf eine explizite Ableitung eines Liquidationswerts verzichtet, da keine Anhaltspunkte für einen Liquidationswert oberhalb des Fortführungswerts vorlagen.

Wir halten die Einschätzung von Ebner Stolz zur Relevanz des Liquidationswertes aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen zur Höhe des Ertragswerts und des Börsenkurses unter Berücksichtigung des Buchwerts des Eigenkapitals und etwaiger bei einer Liquidation realisierbarer stiller Reserven sowie entstehender Liquidationskosten für sachgerecht. Nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass für die SLM AG eine Liquidation tatsächlich nicht geplant ist und die Ertragsaussichten nicht auf Dauer negativ sind, ist der Liquidationswert somit nicht maßgeblich.

3.4. Vergleichende Marktbewertung

Vereinfachte Preisfindungen im Sinne von Multiplikator-Verfahren können Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den DCF-Verfahren bieten (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143) und sind in der Bewertungspraxis nicht unüblich.

Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen marktorientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und damit auf am Markt verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z. B. Umsatz, EBITDA oder EBIT) zum Marktwert eines Unternehmens wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der „Wert“ eines Unternehmens resultiert dann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjektes mit dem Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen.

Demnach ist bei der Durchführung solcher Bewertungen zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Ergebnismultiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden.

Vereinfachte Preisfindungen i.S. einer solchen Multiplikatoren-Bewertung dienen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 ausschließlich der Plausibilitätskontrolle und können nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten. Nach unserer Einschätzung lassen sich individuelle Gegebenheiten eines Unternehmens bei einer Bewertung anhand von Multiplikatoren in der Regel nicht ausreichend berücksichtigen. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode, wie sie hier vorgenommen worden ist, vorzuziehen. Aus diesem Grund sehen wir es als sachgerecht an, dass Ebner Stolz das Multiplikator-Verfahren lediglich zur Plausibilitätskontrolle herangezogen hat.

Um die Ergebnisse aus der ertragswertbasierten Ableitung des Werts je Aktie zu überprüfen, haben wir die in Abschnitt 5 dokumentierte Multiple-Analyse vorgenommen, mit der wir gleichzeitig die von Ebner Stolz vorgenommene Analyse plausibilisiert haben.

3.5. Vorerwerbe durch die Nikon AM. AG

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können, sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind, zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten dienen. Sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 13).

Die Nikon AM. AG hat am 30. September 2022 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) an die Aktionäre der SLM Solutions Group AG zum Erwerb sämtlicher auf den Inhaber lautenden nennwertlosen Stückaktien der SLM Solutions Group AG gegen eine Geldleistung in Höhe von 20,00 EUR je Aktie der SLM Solutions Group AG veröffentlicht. Am 20. Januar 2023 gab die Nikon Corporation die Erfüllung aller Vollzugsbedingungen für das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Nikon AM AG für die Aktien der SLM Solutions Group AG bekannt. Der Angebotspreis entsprach einem Aufschlag von 9,06 EUR oder rd. 83 % auf den volumengewichteten XETRA-Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor diesem Stichtag in Höhe von 10,89 EUR (vgl. S. 47 Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der SLM Solutions Group AG gemäß § 27 WpÜG).

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgericht können die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben, da regelmäßig keine unmittelbare Beziehung zum „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien besteht (vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Dies entspricht auch der herrschenden Meinung in der juristischen Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung, auch für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out (vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., 2020, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632).

Damit ist festzustellen, dass auch in diesem Fall Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

3.6. Börsenkurs

Wenn die Aktien eines Unternehmens an einer Börse notiert sind, besteht grundsätzlich die Möglichkeit und nach den Grundsätzen der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. BVerfG

vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94) die Notwendigkeit, den Börsenkurs zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung vergleichend heranzuziehen und dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie gegenüberzustellen. Ein existierender Börsenkurs darf bei der Bemessung der Abfindung somit grundsätzlich nicht unberücksichtigt bleiben.

Aus diesem Grund ist es nach unserer Beurteilung angemessen, dass Ebner Stolz den Börsenkurs der SLM AG im Hinblick auf eine mögliche Wertuntergrenze analysiert hat.

Bezüglich der konkreten Ableitung des Börsenkurses verweisen wir auf Abschnitt 6 dieses Prüfungsberichts.

3.7. Prüfungsfeststellung zur Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

Der nach § 327c Abs. 2 AktG zu erstattende Übertragungsbericht sieht in Abschnitt III.5 eine Barabfindung in Höhe von 18,89 EUR je Aktie der SLM AG vor.

Zur Festlegung der Barabfindung hat die Nikon AM. AG Ebner Stolz beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der SLM AG sowie zur Höhe der Abfindung gemäß § 327 b AktG zu erstatten. Das Bewertungsgutachten von Ebner Stolz ist dem Übertragungsbericht als Anlage 5 beigefügt und ist integraler Bestandteil des Übertragungsberichts. Es enthält Erläuterungen und Begründungen der für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung angewandten Grundsätze und Methoden. Nach diesen Ausführungen ist die Barabfindung auf Basis des Börsenkurses abgeleitet worden, der über dem nach dem Ertragswertverfahren liegenden Wert je Aktie liegt. Danach hat der Bewertungsgutachter im Rahmen seiner Bewertung eine angemessene Abfindung in Höhe von 18,89 EUR ermittelt.

Die Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist unter Beachtung der in den vorangehenden Unterabschnitten dargestellten Grundsätze und Methoden erfolgt. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

4. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung

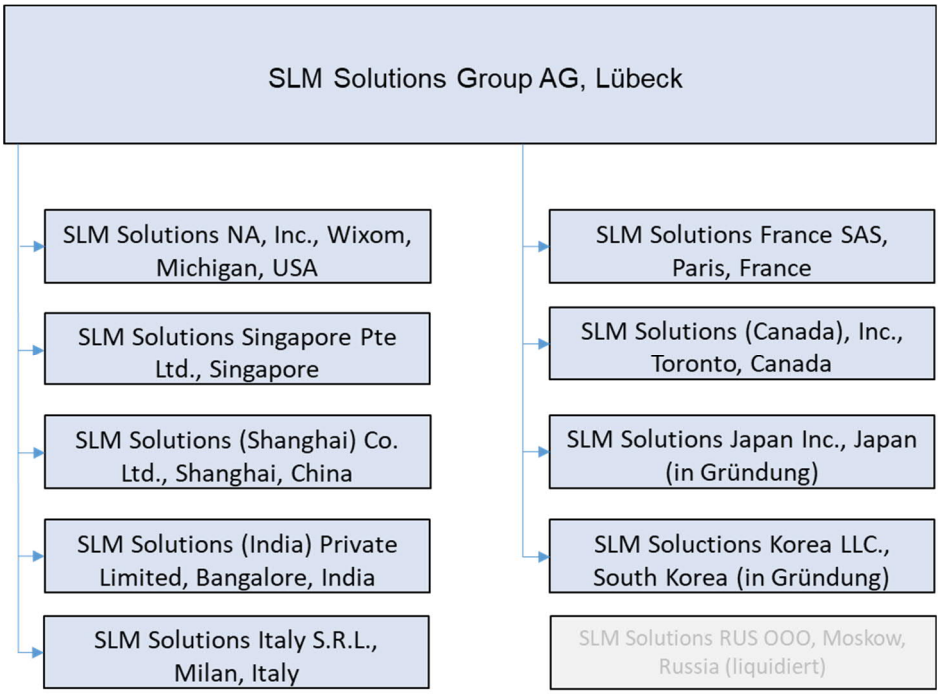
Als Ergebnis unserer nach berufsüblichen Grundsätzen durchgeführten Prüfung ergeben sich die folgenden Prüfungsfeststellungen.

4.1. Bewertungsobjekt

Das Bewertungsobjekt ist die SLM Solutions Group AG, mit Sitz in Lübeck, Deutschland, einschließlich ihrer Beteiligungen im In- und Ausland. Die SLM AG ist unter der Firma SLM Solutions Group AG unter der Registernummer HRB 13827 HL im Handelsregister des Amtsgerichts Lübeck eingetragen.

Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Handelsregister die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Anlagen, Mustern und Kleinserien für die additive Fertigung und den Prototypenbau sowie zugehörigen Verbrauchsmaterialien und die Erbringung von damit im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die zur Verwirklichung ihres Unternehmensgegenstandes notwendig oder nützlich erscheinen. Insbesondere ist sie berechtigt, den Unternehmensgegenstand selbst oder ganz oder teilweise durch Tochter- oder Beteiligungsunternehmen zu verwirklichen sowie Zweigniederlassungen unter gleicher oder anderer Firma im In- und Ausland zu errichten. Die Gesellschaft kann Unternehmen, auch wenn sie einen anderen Unternehmensgegenstand haben, gründen, ganz oder teilweise erwerben oder sie veräußern, sie unter einheitlicher Leitung zusammenfassen und Unternehmens- sowie Unternehmenskooperations- und Interessengemeinschaftsverträge mit ihnen schließen oder sich auf die Verwaltung der Beteiligungen beschränken. Sie ist berechtigt, ihren Betrieb ganz oder teilweise in Tochter- oder Beteiligungsunternehmen auszugliedern, und kann ihre Tätigkeiten auch auf einen Teil des in Absatz 1 genannten Tätigkeitsbereichs beschränken.

Nachfolgende Darstellung gibt einen Überblick über die SLM AG mitsamt aller Tochtergesellschaften sowie deren Beteiligungsverhältnisse:



Die SLM AG hält an den aufgeführten Tochterunternehmen jeweils 100 % der Anteile. Die beiden Gesellschaften in Japan und Korea befinden sich zum Prüfungszeitpunkt noch in Gründung. Die Tochtergesellschaft in Russland hat gemäß den Angaben im Jahresabschluss der SLM AG vom 31. Dezember 2022 ihre Geschäftstätigkeit eingestellt und ist liquidiert worden. Die SLM AG erstellt als Mutterunternehmen einen Konzernabschluss, in den alle aufgeführten Unternehmen einbezogen werden. Die SLM AG fungiert im Konzern als einziger Produktionsstandort und ist zudem für wesentliche Teile der operativen und administrativen Aufgaben sowie die Produktentwicklung zuständig. Weiterhin koordiniert sie die weltweiten Vertriebsaktivitäten. Die Tochtergesellschaften übernehmen neben den lokalen Vertriebsaktivitäten in den ihnen jeweils zugeordneten geografischen Zuständigkeitsbereichen auch Servicedienstleistungen für Kunden.

Das Grundkapital der Gesellschaft ist im Zeitpunkt der Beendigung unserer Prüfung in 31.107.819 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Nennwert von jeweils einem Euro eingeteilt und beträgt demgemäß 31.107.819,00 EUR. Gemäß Depotbestätigung der Deutschen Bank AG vom 30. Mai 2023 sind davon 28.738.475 Stückaktien

(entspricht 92,38 %) in Händen der Nikon AM. AG. Die Nikon AM. AG ist damit Hauptaktionärin der SLM AG im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 und 8 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Zu bewerten waren danach die unter der rechtlichen Einheit der SLM AG zusammengefassten wirtschaftlichen Aktivitäten. Die Abgrenzung des Bewertungsobjektes ist sachgerecht erfolgt.

4.2. Geschäftstätigkeit der SLM AG

Die SLM AG ist ein führender Anbieter metallbasierter additiver Fertigungstechnologie (auch als „3D-Druck“ bezeichnet). Die Produktpalette umfasst aktuell sechs Anlagen, die sich in erster Linie durch die Größe der Baukammer sowie die Anzahl der eingebauten Laser unterscheiden. Die Maschine NXG XII 600 (Typen NXG XII 600 und NXG XII 600 E) wurde im Jahr 2022 auf den Markt gebracht und ist aufgrund ihrer Produktivität und Größe für die Serienfertigung geeignet. Mit 12 eingebauten Lasern weist sie derzeit am Markt ein Alleinstellungsmerkmal auf. In Bezug auf die fünf weiteren Maschinentypen (SLM® 125, SLM® 280 2.0, SLM® 280 PS, SLM® 500, SLM® 800®) mit kleineren Baukammern, weniger eingebauten Lasern und einer damit geringeren Kapazität steht die SLM AG einem verstärkten Wettbewerb mit Anbietern von Konkurrenzprodukten gegenüber. Die SLM AG versteht sich selbst als Technologie- und Innovationsführer und arbeitet an der fortlaufenden Entwicklung von Neumaschinen und Plattformen sowie der Weiterentwicklung bestehender Produktlinien.

Die Anlagen nutzen die Technologie des selektiven Laserschmelzens, bei der anhand eines 3D-Computermodells des zu fertigenden Produkts eben dieses mittels Laserstrahlen in einem Metallpulverbett schichtweise aufgeschmolzen wird. Das Verfahren gilt als die führende Technologie im Bereich der metallbasierten additiven Fertigung (vgl. weiterführende Informationen unter 4.3.3). Durch die Produkte der SLM AG wird die Herstellung komplexer Metallbauteile aus verschiedenen Ausgangsmaterialien möglich. Die Anlagen werden durch die unternehmenseigene Forschungs- und Entwicklungsabteilung ständig weiterentwickelt und mit neuen Funktionalitäten ausgestattet. Die von der Gesellschaft eingesetzte, selbst entwickelte Multilasertechnologie wurde patentiert. Zudem bietet die SLM AG Softwarelösungen für die Optimierung von Stützstrukturen beim 3D-Druck an.

Das Geschäft der SLM AG unterteilt sich in zwei Geschäftssegmente:

- Maschinen: Entwicklung, Produktion, Vermarktung und Vertrieb der Maschinen sowie von Peripheriegeräten für das selektive Laserschmelzen im Pulverbettverfahren,
- After-Sales: After-Sales-Bereich maschinenbezogener Dienstleistungen wie Service-Level-Agreements, Training und Installation, Vertrieb von Ersatzteilen, Zubehör und Verbrauchsmaterialien (insbesondere Metallpulver) sowie im Bereich maschinenunabhängiger Dienstleistungen.

Der Schwerpunkt liegt derzeit auf dem Maschinen-Segment. Kunden der SLM AG sind vorrangig Unternehmen aus den Bereichen Automobilbau, Energie, Luft- und Raumfahrt, Maschinen- und Werkzeugbau und der Medizintechnik. Dabei handelt es sich sowohl um Auftragsfertiger als auch Endanwender. Die Maschinen werden, auch über die Tochtergesellschaften, weltweit vertrieben. Zielmärkte sind neben Europa auch der Mittlere Osten, Afrika, Nordamerika sowie Asien.

Die Anwendungsgebiete, die sich den Kunden durch den Einsatz der Maschinen der SLM AG bieten, können im Wesentlichen in drei Bereiche untergliedert werden: Prototypenbau bzw. Kleinserienfertigung, Werkzeuge sowie Funktionsteile bzw. Serienfertigung. In der Vergangenheit hat noch der erste Bereich dominiert. Mit der Neu- bzw. Weiterentwicklung von Maschinen und einer damit einhergehenden Produktivitätserhöhung will sich die SLM AG verstärkt in dem Anwendungsbereich der Serienfertigung etablieren. Damit will die Gesellschaft künftig in Marktbereiche vordringen, die bislang Herstellern von Maschinen für die konventionelle Methode der subtraktiven Fertigung vorbehalten waren.

4.3. Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds

4.3.1. Vorbemerkungen

Ebner Stolz hat im Bewertungsgutachten in Abschnitt 2.2 das makroökonomische Umfeld sowie Informationen zum spezifischen Markt- und Wettbewerbsumfeld dargestellt. Die durch Ebner Stolz ausgeführten makroökonomischen Entwicklungen und länderspezifischen Einschätzungen haben wir nachvollzogen und haben uns somit davon überzeugt, dass die von dem Bewertungsgutachter vorgenommene Planungsplausibilisierung und die Ableitung der finanziellen Überschüsse auf einer fundierten Analyse der erwarteten leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des Unternehmens unter Berücksichtigung der erwarteten Markt- und Umweltentwicklungen aufbaut (vgl. Tz. 75 ff. IDW S 1 i. d. F. 2008).

Zu unserer eigenen Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnungen sowie der darauf basierenden Unternehmensbewertung haben wir ergänzend eigene Markt- und Wettbewerbsanalysen durchgeführt.

Die Grundsätze zur Plausibilisierung einer Unternehmensplanung insbesondere durch Wirtschaftsprüfer sind im IDW Praxishinweis 2/2017: „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beschrieben.

Danach enthalten Unternehmensplanungen zukunftsorientierte Informationen, die nicht in gleicher Weise wie vergangenheitsorientierte Informationen beurteilt werden können. Unternehmensplanungen enthalten Annahmen und Einschätzungen zu künftigen unternehmensinternen und unternehmensexternen Entwicklungen und Sachverhalten, die ihrer Natur nach unsicher sind. Der Wirtschaftsprüfer in der Rolle eines neutralen Gutachters kann mithin keine Aussage darüber treffen, ob die ihm vorgelegte Planung richtig ist. Vielmehr bestehen Spielräume bei der Einschätzung von unsicheren künftigen Entwicklungen, sodass lediglich die Plausibilität einer Planung beurteilt werden kann (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 4).

Plausibilität bedeutet danach unter Berücksichtigung der einer Unternehmensplanung innewohnenden Unsicherheit die Beurteilung, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 5).

Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung ist die Planung anhand unterschiedlicher Analysehandlungen sowie unter Anwendung unterschiedlicher Plausibilitätsmaßstäbe zu beurteilen (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 14 ff.). Diese Maßstäbe sind:

- Rechnerische und formelle Plausibilität,
- Materielle, interne Plausibilität,
- Materielle, externe Plausibilität.

Insbesondere bei der Analyse der materiellen Plausibilität ist zu würdigen, 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 besteht dann, wenn die Annahmen und die

Planansätze unter Berücksichtigung des Anlasses der Bewertung nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

Die Analysen der materiellen Plausibilität lassen sich unterscheiden in die Analyse der internen und externen Plausibilität. Gegenstand der Untersuchung der externen Plausibilität ist insbesondere, ob die Annahmen der Planung konsistent zu den Ergebnissen der Markt- und Wettbewerbsanalyse auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen sind (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 28 - 35).

Die Analyse der externen materiellen Plausibilität betrachtet Informationen über die vergangene und erwartete Entwicklung der für das Unternehmen bedeutsamen Absatz- und Beschaffungsmärkte. Die Auswertung von Markt- und Branchenanalysen dient der Erarbeitung eines Vergleichsmaßstabs für die Beurteilung der Planungsannahmen. Die Marktanalyse richtet sich vor allem auf die gesamtwirtschaftliche, politische, gesellschaftliche und technologische Entwicklung sowie Branchenentwicklungen.

Die Wettbewerbsanalyse wertet die Ist- und die erwartete Zukunftsentwicklung der im Wettbewerb zum Planungsobjekt stehenden, möglichst vergleichbaren Unternehmen aus. Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse kann insbesondere die in der Unternehmensplanung unterstellte Umsatz- und Margenentwicklung anhand der historischen und prognostizierten Entwicklung von vergleichbaren Unternehmen verprobt werden (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 33). Auch aus der Analyse der Wettbewerbsunternehmen, die nicht unmittelbar mit dem Analyseobjekt vergleichbar sind, können Erkenntnisse für die Beurteilung der Planung gewonnen werden (vgl. vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 34).

Auf diesen Grundsätzen basierend haben wir die in den nachfolgenden Abschnitten dieses Prüfungsberichts dokumentierte Plausibilisierung der Unternehmensplanung für den SLM AG-Konzern durchgeführt.

4.3.2. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die wirtschaftliche Lage der vergangenen Jahre war von diversen Krisen geprägt, die teils konträre Auswirkungen hatten. Neben der Corona-Pandemie wirkten sich hier auch der Ukraine-Krieg sowie diverse Handelskonflikte aus.

Inflationsentwicklung

Im letzten Vor-Corona-Jahr 2019 lag die Inflationsrate in Deutschland, gemessen als Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex zum Vorjahr, bei rd. 1,4 % und sank, beeinflusst durch die Einschränkungen zur Eindämmung der Pandemie, im Folgejahr auf rd. 0,4 %. 2021 stieg die Inflationsrate auf rd. 3,2 %, bevor sich der Inflationsdruck vor dem Hintergrund des Ukrainekrieges 2022 massiv verschärfte. Die Preise für Energie und Nahrungsmittel stiegen in diesem Rahmen signifikant, woraufhin auch die Inflationsrate in Deutschland auf rd. 8,7 % erheblich angestiegen ist. Ein ähnliches Bild zeigt sich für die gesamte Europäische Union. 2020 lag die Inflationsrate leicht über derjenigen Deutschlands, bei rd. 0,7 %, wohingegen sie insbesondere im Jahr 2022 EU-weit einen noch stärkeren Anstieg verzeichnete und bei rd. 9,2 % lag. Die Europäische Kommission erwartet für das Jahr 2023 eine leichte rückläufige Inflationsrate in Höhe von rd. 6,3 % für Deutschland bzw. rd. 6,4 % für alle EU-Staaten.

Ein wesentlicher Absatzmarkt für die Produkte der SLM AG sind neben Europa auch die USA. Auch hier war die Inflationsrate 2020 von der Corona-Pandemie beeinflusst, wenngleich diese nicht in demselben Maße sank wie in der EU (2019: rd. 1,8 %, 2020: rd. 1,3 %). Bereits 2021 stieg die Inflationsrate auf rd. 4,7 % an und wurde auch hier im Folgejahr 2022 mit einem Anstieg auf rd. 8,0 % durch den Ukraine-Krieg in besonderer Weise geprägt. Insgesamt blieb die Inflation damit jedoch hinter derjenigen der EU zurück, da sich in der EU insbesondere durch die räumliche Nähe zum Konfliktherd Preissteigerungen in noch größerem Umfang bemerkbar machten. Für das laufende Kalenderjahr wird für die USA eine Inflation in Höhe von rd. 4,5 % erwartet, die damit ebenfalls deutlich unter der der EU liegen soll. In den Folgejahren wird nach derzeitigem Stand eine Inflationsrate um die 2,0 % angenommen.

Eine straffere Geldpolitik und eine Verlangsamung des Wachstums tragen dazu bei, die Inflation zu dämpfen. Auf Basis eines global zu beobachtenden rückläufigen Inflationsniveaus, das sich regional allerdings deutlich unterscheidet, wird eine mittelfristige Inflationsrate in den für die SLM AG relevanten Ländern zwischen rd. 1,5 % und rd. 4,0 % erwartet (vgl. nachfolgende Tabelle).

IMF World Economic Outlook April 2023 - Inflationsentwicklung										
in %	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2026*	2027*	2028*
Deutschland	1,4	0,4	3,2	8,7	6,2	3,1	2,3	2,1	2,0	2,0
Frankreich	1,3	0,5	2,1	5,9	5,0	2,5	2,1	1,7	1,6	1,6
Italien	0,6	-0,1	1,9	8,7	4,5	2,6	2,1	2,0	2,0	2,0
USA	1,8	1,3	4,7	8,0	4,5	2,3	2,1	2,0	2,0	2,1
Kanada	1,9	0,7	3,4	6,8	3,9	2,4	1,9	1,9	1,9	2,0
Japan	0,5	0,0	-0,2	2,5	2,7	2,2	1,6	1,5	1,5	1,5
Singapur	0,6	-0,2	2,3	6,1	5,8	3,5	2,5	2,0	2,0	2,0
China	2,9	2,5	0,9	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Indien	4,8	6,2	5,5	6,7	4,9	4,4	4,1	4,1	4,0	4,0

BIP-Entwicklung

Die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP, Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr) in den Absatzmärkten der SLM AG mit eigenen Tochterunternehmen hat im Jahr 2022 durchschnittlich rd. 3,1 % betragen. Die Bandbreite lag zwischen rd. 1,1 % in Japan und rd. 6,8 % in Indien.

IMF World Economic Outlook April 2023 - BIP-Entwicklung										
in %	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*	2025*	2026*	2027*	2028*
Deutschland	1,1	-3,7	2,6	1,8	-0,1	1,1	2,0	1,8	1,2	1,1
Frankreich	1,9	-7,9	6,8	2,6	0,7	1,3	1,9	1,8	1,6	1,5
Italien	0,5	-9,0	7,0	3,7	0,7	0,8	1,2	1,1	1,0	0,9
USA	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,6	1,1	1,8	2,1	2,1	2,1
Kanada	1,9	-5,1	5,0	3,4	1,5	1,5	2,2	1,9	1,7	1,7
Japan	-0,4	-4,3	2,1	1,1	1,3	1,0	0,6	0,5	0,4	0,4
Singapur	1,3	-3,9	8,9	3,6	1,5	2,1	2,5	2,5	2,5	2,5
China	6,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,5	4,1	4,0	3,6	3,4
Indien	3,9	-5,8	9,1	6,8	5,9	6,3	6,2	6,1	6,0	6,0
Mittelwert	2,1	-4,5	6,2	3,1	2,0	2,2	2,5	2,4	2,2	2,2

Für das laufende Kalenderjahr erwartet der IMF mit Stand April 2023 für die relevanten Länder eine durchschnittliche Veränderung des realen BIP von 2,0 %. In Deutschland wird aktuell von einem leichten Rückgang des BIP in Höhe von - 0,1 % ausgegangen.

Mit Blick auf die Jahre 2024 bis 2028 soll sich die BIP-Veränderung im Mittel zwischen 2,2 % und 2,5 % bewegen.

Für die nächsten Jahre kann somit von einigermaßen stabilen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den für die SLM AG relevanten Märkten ausgegangen werden.

4.3.3. Spezifisches Markt- und Wettbewerbsumfeld

Wie in den Abschnitten 4.1 und 4.2 dargestellt, ist die SLM AG auf den Bereich der additiven Fertigung und den Vertrieb entsprechender Maschinen spezialisiert. Die Geschäftsentwicklung wird daher neben dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld auch durch branchenspezifische Gegebenheiten beeinflusst.

Bei additiven Fertigungsverfahren (auch: „Additive Manufacturing“, kurz: „AM“) werden die benötigten Bauteile bzw. Produkte schichtweise aus 3D-CAD-Daten erzeugt. Anhand rechnergestützt erzeugter geometrischer Modelle werden Gegenstände dreidimensional Schicht für Schicht aufgetragen. Der Markt lässt sich in metallbasierte und polymerbasierte additive Fertigung unterteilen.

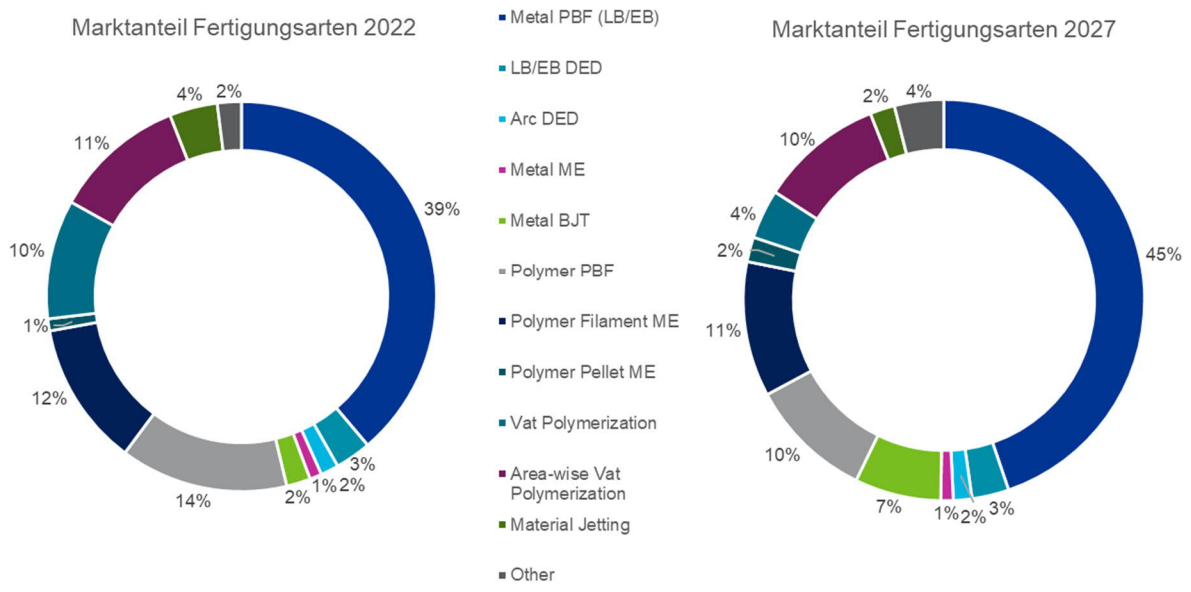
Mit additiver Fertigungstechnologie, sowohl mit Metall als auch mit Polymeren als Ausgangsstoffen, wurden laut des „Additive Manufacturing Market Report“ der AMPOWER GmbH & Co. KG („AMPOWER“), Stand 03/2023, im Jahr 2022 9,5 Mrd. EUR umgesetzt, die sich aus Erlösen für Anlagen, Teilefertigung (Auftragsdruck) und Verbrauchsmaterialien zusammensetzen. Der Markt für AM auf Basis von Metall, in dem sich auch die SLM AG bewegt, wuchs dabei im Jahr 2022 um über 20,0 % auf mehr als 3,0 Mrd. EUR, während der Polymerbasierte Markt mit rd. 6,5 Mrd. EUR in demselben Jahr mehr als das Doppelte dieses Umsatzvolumens aufweist.

Derzeit finden sich über 20 verschiedene Fertigungsarten im Bereich Metal AM, von denen ein überwiegender Teil Metallpulver als Ausgangsstoff verwendet. Die Technologien unterscheiden sich nicht nur hinsichtlich der Materialauswahl, sondern auch hinsichtlich der Komplexität der möglichen Teile sowie des Umfangs der notwendigen Nachbearbeitung.

Auch im Hinblick auf den Reifegrad weisen laut AMPOWER Report 2023 die Metal AM-Technologien deutliche Unterschiede auf. Der Reifegrad der jeweiligen Technologie steht in direktem Zusammenhang mit ihren Fähigkeiten und Eigenschaften, z.B. der Prozessfähigkeit, der Systemzuverlässigkeit, der Verfügbarkeit sowie der Qualitätssicherungsmaßnahmen. Diese Eigenschaften und Fähigkeiten sind entscheidend für die Akzeptanz bzw. Annahmequote im industriellen Umfeld, dessen größte Ausprägung sich bei einer verbreiteten industriellen Nutzung zeigen. Derzeit weist die Technologie der Metall-Pulverbettfusion (Metal Powder Bed Fusion, kurz: „Metal PBF“), die die SLM AG verwendet, im Vergleich zu konkurrierenden Technologien der Additiven Fertigung den höchsten Technologie-Reifegrad und die größte industrielle Verbreitung auf. Aber auch andere Technologien und Systeme im

Bereich Metal AM (Binder Jetting / Metal BJT; Wire Plasma Aec ED / Arc DED) befinden sich an der Schwelle zur Technologiereife und der verbreiteten industriellen Nutzung oder haben diese bereits erreicht.

Demzufolge hat Metal PBF im Jahr 2022 einen wesentlichen Anteil am Marktvolumen der additiven Fertigung. Rund 39,0 % der Gesamtumsätze des Marktes entfallen im Jahr 2022 auf Systeme, die auf Metall-Pulverbettfusion setzen - und damit so viel wie auf keine andere Fertigungsart.

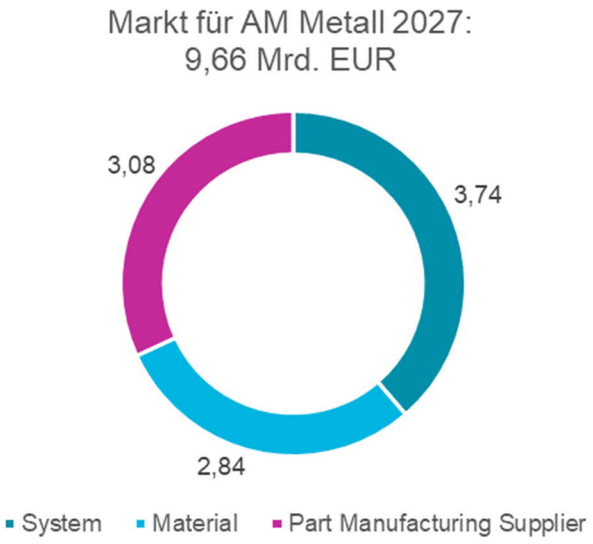


Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 21.

Aufgrund der bisherigen Marktstellung der polymerbasierten Fertigung wird im metallbasierten AM das größere Wachstumspotential bis zum Jahr 2027 gesehen.

Der AMPOWER-Report schätzt die durchschnittlich angenommene Wachstumsrate („Compound Annual Growth Rate“, kurz: „CAGR“) in Höhe von rd. 17,7 % p.a. für die Jahre von 2022 bis 2027 ein. Dieser CAGR setzt sich aus einem Wachstum der metallbasierten Additiven Fertigung in Höhe von 26,1 % und aus dem Wachstum der polymerbasierten Additiven Fertigung von rd. 12,9 % zusammen. Auf Basis dieser Annahme würde sich der Anteil der Metal PBF an den Umsätzen des Marktes der additiven Fertigung bis zum Jahr 2027 auf rd. 45,0 % erhöhen, was bei einem Marktvolumen von rd. 21,6 Mrd. EUR rd. 9,7 Mrd. EUR entspräche.

Dabei wird erwartet, dass das Gesamtvolumen mit 38,7 % auf System (Verkauf von Maschinen und zugehörigen Dienstleistungen), mit 29,4 % auf Material (Rohmaterial für die Fertigung) und mit 31,9 % auf Part Manufacturing Supplier (Produktionsdienstleistungen für Kunden) entfällt:



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 24

Der AMPOWER-Report berücksichtigt bei der Ermittlung der Prognosen sowohl die Herstellerseite (supplier) als auch die Einschätzungen (potenzieller) künftiger Abnehmer (buyer). Für die Entwicklung des Absatzvolumens von Metall-3D-Druckern ergeben sich so differenzierte jährliche Wachstumsraten entsprechend der Perspektive der Befragten. Während die Lieferanten einen CAGR in Höhe von rd. 25,9 % von 2022 bis 2027 erwarten, sehen die Käufer diese bei lediglich rd. 19,7 %.

Mit dem Verkauf von Anlagen wurden 2022 Erlöse von rd. 1,18 Mrd. EUR erzielt. Anhand der jeweiligen Wachstumsraten ergäbe sich für das Jahr 2027 ein Marktvolumen in Höhe von rd. 2,84 Mrd. EUR (Käuferperspektive) bzw. 3,7 Mrd. EUR (Lieferantenschätzung).

In Bezug auf einzelne Anlagen, d.h. verkaufte Einheiten, wird ein Anstieg von 2.242 Maschinen im Jahr 2022 auf 5.504 (buyer) bzw. 6.866 Maschinen (supplier) im Jahr 2027 erwartet, was rd. einem CAGR von 19,7 % bzw. 25,1 % entspricht. Dabei zeigt sich eine Tendenz zu größeren und damit teureren Maschinen, was sich zugleich auf die Umsätze aus Serviceverträgen auswirkt, da die Anlagen komplexer werden und damit höhere Einführungs- und Supportkosten einhergehen.

Andere Marktstudien für den Bereich der Additiven Fertigung sehen abweichende Wachstumsraten für teilweise abweichende Zeiträume zwischen den Jahren 2022 und 2030.

Die durchschnittlichen jährlichen Wachstumswartungen für den gesamten Markt der Additiven Fertigung (Polymer und Metall) prognostizieren verschiedene Studien (Grand View Research: „Global Selective Laser Melting Machines Market Research Report 2023“, Persistence Market Watch: Global Additive Manufacturing Market“, Research and Markets: „Additive Manufacturing and Materials: Global Strategic Business Report“ aus 2023) zwischen 20,8 % und 21,9 %.

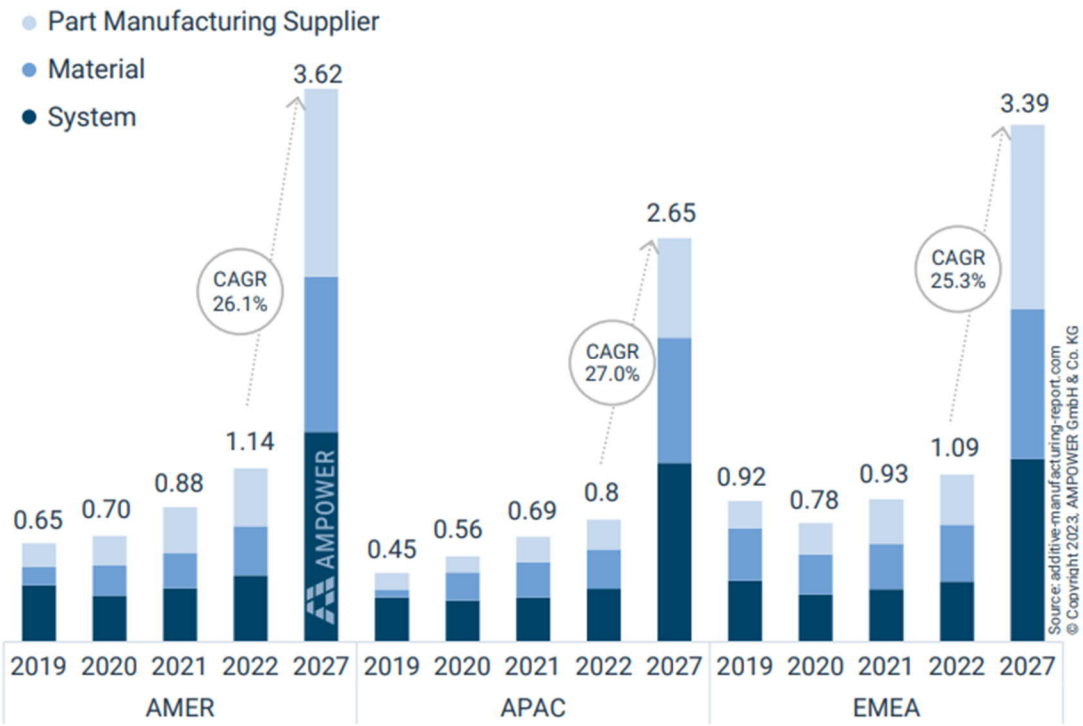
Für den spezifischen metallbasierten Markt der Additiven Fertigung weichen die Markterwartungen jedoch davon ab. Während der „Global Selective Laser Melting Machines Market Research Report 2023“ der MarketWatch, Inc., hier von einem geringeren Wachstum in Höhe von durchschnittlich 13,9 % p.a. für die Jahre 2023 bis 2030 ausgeht, prognostizieren Schätzungen von Precedence Research („Metal Additive Manufacturing Market“) eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 18,2 % für die Jahre 2023 bis 2030. Eine Studie von technavio („Metal Additive Manufacturing Market Analysis 2023-2027“) weist eine Wachstumserwartung von 20,8% auf.

Die jährlichen Wachstumsraten für die Jahre 2022 bis 2030 verfügbarer einschlägiger Marktstudien zu additiven Fertigungstechnologien für Metalldruck bewegen sich insgesamt in einer Bandbreite zwischen 13,9 % und 26,1 %. Dabei ist zu beobachten, dass die Marktstudien mit einem längeren Betrachtungszeitraum tendenziell geringere durchschnittliche Wachstumsraten prognostizieren als die Studien, deren Betrachtungszeiträume im Jahr 2027 enden. Dies deutet auf eine Abschwächung des Wachstums und eine zunehmende Marktdurchdringung in den Jahren nach 2027 hin.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die jeweils betrachteten Fertigungsarten und -stoffe sowie die ermittelten Wachstumsraten im Rahmen dieser Marktstudien:

Marktstudie	Datum	Zeitraum	Produktionsverfahren	Fertigungsstoffe	CAGR
Grand View Research	Apr 22	2022 - 2030	AM	Polymer und Metall	20,8%
Persistence Market Watch	Jan 23	2023 - 2033	AM	Polymer und Metall	21,6%
Research and Markets	Mrz 23	2022 - 2030	AM	Polymer und Metall	21,9%
AMPOWER	Mrz 23	2023 - 2027	AM	Polymer und Metall	17,7%
Mittelwert					20,5%
AMPOWER	Mrz 23	2023 - 2027	AM	Polymer	12,9%
Mittelwert					12,9%
Market Watch, Inc.	Apr 23	2023 - 2030	Selective laser melting	Metall	13,9%
Precedence Research	Jun 22	2022 - 2030	AM	Metall	18,2%
technavio	Jan 23	2022 - 2027	AM	Metall	20,8%
AMPOWER	Mrz 23	2023 - 2027	AM	Metall	26,1%
Mittelwert					19,8%

Unterschiede in Bezug auf das zu erwartenden Wachstum listet die AMPOWER-Studie auch hinsichtlich der Wirtschaftsräume auf, in denen die Umsätze erzielt werden, wobei diese eher marginal ausfallen. Im Jahr 2022 wurde in der Region AMER (Latin America, USA, Canada, Mexico) rd. 1,14 Mrd. EUR mit dem Verkauf von metallbasierten Plattformen und Verbrauchsmaterialien sowie der Teilefertigung umgesetzt, in den APAC (Asia Pacific) - Staaten rd. 0,8 Mrd. EUR und in der EMEA (Europe, Middle East, Africa) - Region rd. 1,09 Mrd. EUR. Die prognostizierten CAGR bis 2027 liegen zwischen 25,3 % und 27,0 %.



Quelle: AMPOWER Report 2023, S. 30

Wesentliche Abnehmer von AM-Maschinen sind vor allem die Medizintechnik mit rd. 15,0 % Marktanteil, gefolgt von den Bereichen Automotive und Industrie. Letztere nutzen die additive Fertigung als Unterstützung der eigenen Produktentwicklung und Produktion, wobei insbesondere die Automobilbranche hinsichtlich Einsatzgebieten bei der Serienfertigung forscht. Der Research and Markets-Report geht davon aus, dass auch in den Jahren bis 2030 insbesondere die Branchen Automotive, Healthcare und Luftfahrt für das Wachstum des Marktes verantwortlich sein werden. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch speziell für Metall-basierte Anlagen. Die AMPOWER-Studie sieht hier 2022 als größte Abnehmer die Raumfahrtindustrie, gefolgt von der Teilefertigung, den Industrieunternehmen und der Medizintechnik. In den kommenden Jahren wird sich diese Entwicklung insbesondere in der Industrie sowie der Raumfahrtbranche fortsetzen, außerdem soll sich der Umsatz im Bereich Automotive wesentlich erhöhen.

Nachgefragt werden Maschinen mit stetig wachsenden Baukammern sowie höheren aufzutragenden Schichten, um die Produktivität der Maschinen erhöhen zu können. Dass die Nachfrage hin zu größeren Baukammern geht, zeigt auch der AMPOWER-Report. Während PBF-Plattformen mit einer kleinen Baukammer bis zu 350 mm im Jahr 2022 noch rd. 72,0 % ausmachten, soll der Anteil bis 2027 aus Herstellersicht auf rd. 58,0 %, aus Käufersicht sogar auf noch rd. 54,0 % sinken. Stattdessen rücken vermehrt Anlagen mit Größen bis zu 599 mm oder mind. 600 mm in den Fokus, wobei die Lieferanten Maschinen mit einer Baukammer von 600 mm und mehr einen höheren Marktanteil einräumen (rd. 15,0 % in 2027) als die potenziellen Käufer (2027 rd. 11,0 %).

Neben den zunehmenden Maschinenverkäufen rechnen die von der AMPOWER-Studie erhobenen Marktteilnehmer zudem mit einem erheblich höheren Verbrauch bei den Ausgangsstoffen, d.h. von Metallpulvern. Von 2021 auf 2022 wuchs dieser um rd. 22,3 % auf etwa 6.852 Tonnen. Im Prognosezeitraum wird ein CAGR von rd. 44,0 % erwartet, wodurch der Verbrauch 2027 bei rd. 42.207 Tonnen liegen würde. Getrieben wird diese Entwicklung insbesondere durch neue Multi-Laser-Maschinen, durch die der erzielbare Output wesentlich erhöht werden kann. Auch die Nutzung von Optimierungspotenzialen trägt zu einer höheren Produktivität und damit einhergehend steigenden Materialverbräuchen bei, ohne dass dafür neue Maschinen angeschafft werden müssten. Dies erklärt die im Vergleich zu den Erlösen aus Anlagenverkäufen noch einmal höheren erwarteten Wachstumsraten. Allerdings kann angenommen werden, dass die Umsätze aus Verbrauchsmaterialien nicht in demselben Umfang wachsen werden, wie der Verbrauch an sich. Grund hierfür sind sinkende Absatzpreise bei wachsendem Wettbewerb sowie eine Verschiebung der nachgefragten Materialien innerhalb der Metalle, was zu einem CAGR von rd. 24,4 % für das Segment Material führt.

Wettbewerbssituation

Die SLM AG nimmt nach eigener Einschätzung derzeit eine technologische Führungsposition im selektiven Laserschmelzen ein, die ihr mit der Anlage NXG XII 600 einen technologischen Wettbewerbsvorteil für eine Dauer von bis zu drei Jahren verschafft. Dabei steht die Anlage jedoch nicht nur in Konkurrenz zu Produkten direkter Wettbewerber, sondern auch zu alternativen Technologien der additiven Fertigung von Metallen. Die SLM AG steht im intensiven Wettbewerb mit einer Vielzahl von Anbietern. Der Markt der Anbieter ist eher fragmentiert, neben innovativen und kleineren Anbietern, die wie die SLM AG oder z.B. die EOS GmbH als Start-ups begannen, treten zunehmend auch etablierte Werkzeugmaschinenhersteller wie die Trumpf SE & Co. KG oder die DMG Mori AG in den Markt der additiven Fertigung ein. Zudem verschärfen Anbieter aus dem asiatischen Raum, insbesondere aus China, neben dem Innovationsdruck auch den Druck auf die Produktionskosten.

Wettbewerber

Folgende börsennotierte Unternehmen benennt die Geschäftsführung der SLM AG als direkte Wettbewerber ihres Unternehmens oder wurden durch den Bewertungsgutachter und uns als solche identifiziert:

Stratasys Ltd.

Die Stratasys Ltd. (kurz: „Stratasys“) ist ein Anbieter von polymerbasierten 3D-Drucklösungen mit Sitz in Eden Prairie, Minnesota/USA, sowie Rechovot, Israel. Das Unternehmen wurde 1989 gegründet. Stratasys bietet 3D-Drucker sowohl für die Serienfertigung als auch das Prototyping sowie Software und ergänzende Materialien an. Zur Abdeckung der Anwendungsgebiete, u.a. in Branchen wie dem Fahrzeugbau, der Luft- und Raumfahrt sowie dem Gesundheitswesen, bedient sich die Gesellschaft einer Vielzahl an Technologien, wie PolyJet, Fused Deposition Modeling Technologie (FDM), Programable PhotoPolymerization (P3), Stereolithografie und Selective Absorption Fusion (SAF). Stratasys hält derzeit rd. 1.700 Patente im Bereich der additiven Technologie. Darüber hinaus bietet das Unternehmen 3D-Druckleistungen auf Auftrag an. Die Produkte werden über Reseller weltweit vertrieben. Stratasys erzielte im Geschäftsjahr 2022 einen Umsatz von rd. 608,3 Mio. EUR, das EBIT lag bei rd. - 49,8 Mio. EUR.

Velo3D, Inc.

Die Velo3D, Inc. (kurz: „Velo3D“), 2014 in Campbell, USA gegründet, ist ein führender Anbieter von 3D-Metall-Drucklösungen. Das Unternehmen hat eine vollständig integrierte Fertigungslösung aus Software, Hardware und intelligentem Fertigungsprozess entwickelt. Als wesentliche Abnehmer gelten Unternehmen aus den Bereichen Aerospace, Automotive und Energie. Im Geschäftsjahr 2022 erzielte die Gesellschaft umgerechnet Umsatzerlöse in Höhe von rd. 75,3 Mio. EUR, die damit um rd. 194,3 % zum Vorjahr stiegen. Das EBIT lag bei rd. - 97,3 Mio. EUR.

Desktop Metal, Inc.

Die Desktop Metal, Inc. (kurz: „DM“) wurde 2015 in Cambridge, Massachusetts (USA) gegründet. Mit über 1.000 Mitarbeitern zählt das Unternehmen zu den führenden Anbietern von 3D-Druckern, die mit dem Binder Jetting- oder Digital Light Processing-Verfahren arbeiten. DM unterhält inzwischen mehrere Produktionsstätten in den USA sowie in Deutschland, Italien, Belgien und Japan. Kunden der Gesellschaft sind Unternehmen aus den Branchen Energie, Aerospace, Automotive, Healthcare und Schwerindustrie. Im Jahr 2022 erzielte DM umgerechnet rd. 195,0 Mio. EUR Umsatz und ein EBIT in Höhe von rd. - 198,1 Mio. EUR.

3D Systems Corporation

Die 3D Systems Corporation (kurz: „3D Systems“), 1986 in Rock Hill, USA, gegründet, produziert 3D-Drucker und -Scanner sowie zugehörige Verbrauchsmaterialien. Außerdem bietet die Gesellschaft einen 3D-Druckservice on-demand an. Sowohl AM mit Polymeren als auch Metallen ist mit den Maschinen von 3D Systems möglich. Wesentliche Abnehmer sind die Luft- und Raumfahrt und Verteidigung, der Automobilbau, der Motorsport sowie die Schmuck- und Halbleiterindustrie und das Gesundheitswesen. Der Gründer des Unternehmens, Chuck Hull, gilt als Erfinder der Stereolithografie („SLA“), dem ältesten patentierten additiven Fertigungsverfahren. 3D Systems erwirtschaftete 2022 einen Umsatz in Höhe von (umgerechnet) rd. 501,9 Mio. EUR und erzielte ein EBIT von rd. - 109,1 Mio. EUR.

Markforged Holding Corporation

Die Markforged Holding Corporation (kurz: „Markforged“) mit Sitz in Waltham, Massachusetts/USA produziert und vertreibt weltweit 3D-Drucker, Materialien, Software und andere damit verbundene Dienstleistungen. Das Unternehmen bietet Desktop-, Industrie- und Metall-

3D-Drucker, Verbundstoff-, Endlosfaser- und Metallteile sowie fortschrittliche 3D-Drucksoftware an. Markforged beliefert Kunden aus den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Militär und Verteidigung, Industrieautomation, Weltraumforschung, Gesundheitswesen und Automobilindustrie. 2022 erzielte die Gesellschaft einen Umsatz in Höhe von rd. 94,2 Mio. EUR, das EBIT war mit rd. - 81,2 Mio. EUR deutlich negativ.

Margenvergleich

Für alle zuvor dargestellten Wettbewerber wird auf der Basis verfügbarer Analystenschätzungen überwiegend für die Jahre 2023 bis 2025 ein relativ starkes Umsatzwachstum erwartet:

Umsatzwachstum	FY2020 AC	FY2021 AC	FY2022 AC	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
Desktop Metal, Inc. (NYSE:DM)	-37,7%	582,5%	86,0%	4,4%	19,6%	19,0%
3D Systems Corporation (NYSE:DDD)	-12,4%	10,5%	-12,6%	2,3%	7,2%	3,9%
Velo3D, Inc. (NYSE:VLD)	24,6%	44,6%	194,3%	50,6%	37,2%	
Markforged Holding Corporation (NYSE:MKFG)	-1,0%	27,0%	10,7%	5,9%	17,4%	34,8%
Stratasys Ltd. (NasdaqGS:SSYS)	-18,1%	16,6%	7,3%	-1,3%	8,2%	10,9%
Peer Group SLM						
Minimum	-37,7%	10,5%	-12,6%	-1,3%	7,2%	3,9%
Maximum	24,6%	582,5%	194,3%	50,6%	37,2%	34,8%
Median	-12,4%	27,0%	10,7%	4,4%	17,4%	15,0%
Mittelwert	-8,9%	136,2%	57,1%	12,4%	17,9%	17,1%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse.

Die Vergangenheitsdaten sowie die verfügbaren Analystenschätzungen zur Entwicklung der EBITDA- und EBIT-Margen der zuvor dargestellten Wettbewerber der SLM AG für die Jahre 2019 bis 2025 stellen sich wie folgt dar:

EBITDA-Marge	FY2019 AC	FY2020 AC	FY2021 AC	FY2022 AC	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
Desktop Metal, Inc. (NYSE:DM)	-382,0%	-500,9%	-111,8%	-77,4%	-21,1%	-2,5%	7,7%
3D Systems Corporation (NYSE:DDD)	-1,0%	-0,5%	0,6%	-14,6%	-0,1%	4,1%	6,7%
Velo3D, Inc. (NYSE:VLD)	-158,7%	-105,2%	-183,5%	-122,6%	-37,4%	-6,0%	
Markforged Holding Corporation (NYSE:MKFG)	-40,5%	-22,2%	-65,0%	-77,2%	-43,0%	-26,1%	-6,4%
Stratasys Ltd. (NasdaqGS:SSYS)	6,2%	-3,9%	-3,0%	1,0%	6,0%	8,7%	11,8%
Peer Group SLM							
Minimum	-382,0%	-500,9%	-183,5%	-122,6%	-43,0%	-26,1%	-6,4%
Maximum	6,2%	-0,5%	0,6%	1,0%	6,0%	8,7%	11,8%
Median	-40,5%	-22,2%	-65,0%	-77,2%	-21,1%	-2,5%	7,2%
Mittelwert	-115,2%	-126,5%	-72,5%	-58,1%	-19,1%	-4,4%	5,0%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse.

EBIT-Marge	FY2019AC	FY2020 AC	FY2021 AC	FY2022 AC	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
Desktop Metal, Inc. (NYSE:DM)	-411,7%	-552,2%	-133,7%	-101,6%	-29,1%	-9,3%	0,1%
3D Systems Corporation (NYSE:DDD)	-8,9%	-8,5%	-5,1%	-21,7%	-4,5%	-0,3%	2,4%
Velo3D, Inc. (NYSE:VLD)	-166,1%	-111,8%	-194,5%	-129,1%	-41,9%	-9,7%	
Markforged Holding Corporation (NYSE:MKFG)	-42,4%	-24,7%	-66,9%	-86,3%	-59,8%	-42,1%	-13,3%
Stratasys Ltd. (NasdaqGS:SSYS)	-1,8%	-13,4%	-12,2%	-8,2%	2,9%	5,4%	9,4%
Peer Group SLM							
Minimum	-411,7%	-552,2%	-194,5%	-129,1%	-59,8%	-42,1%	-13,3%
Maximum	-1,8%	-8,5%	-5,1%	-8,2%	2,9%	5,4%	9,4%
Median	-42,4%	-24,7%	-66,9%	-86,3%	-29,1%	-9,3%	1,3%
Mittelwert	-126,2%	-142,1%	-82,5%	-69,4%	-26,5%	-11,2%	-0,3%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse.

Die Erwartungen für die einzelnen Gesellschaften differieren zwar erheblich voneinander, zeigen jedoch insgesamt für alle eine steigende Entwicklung bei überwiegend noch negativen EBITDA- und EBIT-Margen in den Jahren 2019 bis 2022 sowie für den Prognosezeitraum der Jahre 2023 bis 2025.

Künftige Marktentwicklung

Auf der Basis der vorstehenden Analysen handelt es sich bei dem Markt für Additive Fertigung um eine Branche in der Aufbau- und Wachstumsphase. Additive Fertigung verspricht als innovative Technologie zur Fertigung von Werkstücken ein großes Wachstumspotenzial, wie alle gängigen Marktstudien prognostizieren. Hohe Entwicklungskosten und fehlende Skaleneffekte führen jedoch, wie die negativen EBIT-Margen der Jahre 2019 bis 2022 der Wettbewerber der SLM AG zeigen, bei den Marktteilnehmern derzeit regelmäßig noch zu Jahresfehlbeträgen. Dies stützt die Annahme, dass es sich bei der Additiven Fertigung bisher noch nicht um einen vollständig ausgereiften und entwickelten Markt handelt.

Die in den Marktstudien erwarteten, erheblichen Wachstumsraten für den Zeitraum der Jahre von 2023 bis 2033, die noch von einer Phase deutlichen Wachstums ausgehen, bieten daher keine belastbare Prognose für einen langfristigen Zeithorizont über einen Zeitraum von rd. zehn Jahren hinaus. Angesichts der bereits erreichten Technologiereife und der verbreiteten Anwendung im industriellen Umfeld ist jedoch zu erwarten, dass sich der Markt der additiven Fertigung zu einem reiferen Markt entwickelt, im dem insbesondere die Produkte der metallbasierten additiven Fertigung solche mit anderen Fertigungsmethoden verdrängen (Substitution) oder ergänzen oder dass sich Produkte durch die technologischen Möglichkeiten der additiven Fertigung weiterentwickeln (Adaption). Damit entsteht mittel- bis langfristig eine Wettbewerbssituation, die sich dem Markt von Werkzeugmaschinenherstellern mit traditionellen, subtraktiven Fertigungsverfahren annähert. Vor diesem Hintergrund erscheint es uns plausibel, dass sich insbesondere im Hinblick auf die langfristige Entwicklung der Markt- und

Wettbewerbssituation die Wachstums- und Margenerwartungen für die SLM AG zu denen etablierter Werkzeugmaschinenhersteller vergleichbar entwickeln werden.

Folgende Unternehmen im Bereich der Werkzeugmaschinenhersteller, die gegenüber der vom Bewertungsgutachter herangezogenen Peer Group erweitert wurde, können für einen langfristigen Planungshorizont als Vergleichsunternehmen herangezogen werden:

DMG Mori Co., Ltd.

Das Unternehmen DMG Mori Co., Ltd. (kurz: „DMG Mori") mit Sitz in Tokio, Japan, wurde 1948 gegründet und ist in der Herstellung und dem weltweiten Verkauf von Werkzeugmaschinen tätig. Das Unternehmen bietet 5-Achsen-/Mehrachsen-Maschinen, Drehzentren, Bearbeitungszentren, Lasertec- und Ultraschall-Maschinen sowie Handhabungs-, Bearbeitungs-, Formgebungs-, Mess- und Überwachungs-Technologiezyklen an. Darüber hinaus gehören Palettenpool-, Werkstückhandling-, Werkzeug- und Palettenhandlingsysteme, Werkzeugvoreinstell-, Schrumpf-, Mess- und Auswuchtgeräte sowie CELOS, ein Betriebssystem für Werkzeugmaschinen zum Produktportfolio von DMG Mori. Auch Peripheriegeräte wie Spannfutter, Kühlmittelöl, Ölskimmer, Kompressoren, Kühlmittelfilter, Lufttrockner, Werkzeugwagen, Werkzeugschränke, Maschinen mit Kühlmitteldüsen und andere verwandte Produkte, Messgeräte wie Werkzeugvoreinstell-, Schrumpf- und Auswuchtmaschinen sowie Messgeräte an der Maschine, Stangenlader, Ölstangenlader und Schaltschrankkühler können über das Unternehmen bezogen werden. Weiterhin bietet die Gesellschaft After-Sales-Services und eine langfristige Wartung ihrer Maschinen an. Im Jahr 2022 erzielte die DMG Mori umgerechnet einen Umsatz in Höhe von rd. 3.168,7 Mio. EUR, das EBIT lag bei rd. 280,7 Mio. EUR.

Mikron Holding AG

Das erste Unternehmen der Mikron-Gruppe unter der Mikron Holding AG (kurz: „Mikron") wurde 1908 in Biel, Schweiz gegründet. An neun Produktionsstandorten in sechs Ländern (u.a. auch Deutschland und USA) entwickelt, produziert und vertreibt die Gruppe Automations- und Bearbeitungssysteme für präzise und produktive Fertigungsprozesse in der Schweiz, im übrigen Europa, in Nordamerika, im asiatisch-pazifischen Raum und international. Sie ist in zwei Segmenten tätig, Mikron Automation und Mikron Machining Solutions. Das Segment Mikron Automation stellt skalierbare und kundenspezifische Montagesysteme her. Die Lösungen umfassen automatisierte Montage- und Prüfsysteme. Das Segment Mikron Machining Solutions liefert Bearbeitungssysteme für die Herstellung von hochpräzisen

Komponenten aus Metall wie Turboladergehäuse, Einspritzdüsen und Kugelschreiberspitzen. Zudem entwickelt und produziert das Segment Hochleistungsschneidwerkzeuge. Kunden sind im Wesentlichen Automobilzulieferer, die Pharmabranche und Medizintechnik sowie die Konsumgüterindustrie. 2022 erwirtschaftete Mikron einen Umsatz von rd. 319,1 Mio. EUR und ein EBIT in Höhe von rd. 26,3 Mio. EUR.

Sandvik AB

Bei der Sandvik AB (kurz: „Sandvik“), die 1862 in Sandviken, Schweden, gegründet wurde, handelt es sich um eines der größten Industrieunternehmen des Landes. Es sind 40.000 Mitarbeiter in 130 Ländern bei der Gruppe beschäftigt. Das Maschinenbauunternehmen bietet weltweit Produkte, Lösungen und Ausrüstungen für den Bergbau und die Gesteinsgewinnung an, darunter Bohrgeräte und Bohrhämmer, Untertagelader und LKW, mechanische Schneidausrüstung, Gesteinswerkzeuge und Gesteinsbohrer sowie Bergbauautomatisierung. Weiterhin gehören Ausrüstungen für die Gesteinsverarbeitung, wie Brecher, Siebe, Hydraulikhämmer, Abbruchwerkzeuge und Brecherausleger zum Portfolio. Das Unternehmen bietet außerdem Zerspanungswerkzeuge und Werkzeugsysteme sowie digitale Lösungen und Software, Metallpulver für die additive Fertigung und Komponenten aus Legierungen mit kontrollierter Ausdehnung sowie Wolframpulver und Recyclingdienste für sekundäre Wolframrohstoffe an. Der Umsatz lag umgerechnet in EUR im letzten Geschäftsjahr bei rd. 9.639,9 Mio. EUR, das EBIT bei rd. 1.675,4 Mio. EUR.

Tsugami Corporation

Die Tsugami Corporation (kurz: „Tsugami“), seit 1937 mit Hauptsitz in Tokio, Japan, produziert und vertreibt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Präzisionswerkzeugmaschinen in Asien, Amerika und Europa. Das Unternehmen bietet CNC-Präzisions-Drehautomaten, einschließlich unabhängiger, gegenüberliegender Gruppenwerkzeuge, Gruppenwerkzeugsäulen und Revolver, Präzisions-Gruppenwerkzeugsäulen und vertikale Gruppenwerkzeugsäulen, sowie CNC-Drehmaschinen an. Weiterhin vertreibt die Gruppe Produkte für Drehzentren, einschließlich Stangen- und Futterbearbeitung, Produkte für Bearbeitungszentren, einschließlich vertikaler Bearbeitungszentren, Präzisionsschleifmaschinen, wie CNC-Rundschleifmaschinen, und Präzisionsgewinde- und Walzmaschinen. Darüber hinaus inspiziert und wartet Tsugami Gebäude und Fabrikanlagen und bietet Reparaturdienstleistungen an. Das Unternehmen beliefert verschiedene Branchen, darunter die Elektronik-, Informations- und Telekommunikations- sowie die Automobilindustrie. Bei einem Umsatz von rd.

621,9 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2021/2022 erzielt Tsugami ein EBIT in Höhe von rd. 133,1 Mio. EUR.

Kennametal, Inc.

Die Kennametal, Inc. (kurz: „Kennametal“) ist ein amerikanischer Werkzeughersteller mit Sitz in Pittsburgh, Pennsylvania/USA, gegründet 1938. Die knapp 9.000 Mitarbeiter des Unternehmens beschäftigen sich mit der Entwicklung und Anwendung von Wolframkarbiden, Keramiken und superharten Materialien und Lösungen für den Einsatz in der Metallzerspanung und bei Anwendungen mit extremem Verschleiß. Kennametal bietet Standard- und kundenspezifische Produkte, einschließlich Drehen, Fräsen, Bohrungen, Werkzeugsystemen und Dienstleistungen, sowie spezielle Verschleißteile und metallurgische Pulver an. Kunden sind Hersteller in verschiedenen Branchen, wie z. B. die Hersteller von Transportfahrzeugen und -komponenten, Werkzeugmaschinen und leichten und schweren Maschinen, von Flugzeugzellen und Komponenten für die Luft- und Raumfahrt und von energiebezogenen Komponenten für die Öl- und Gasindustrie sowie für die Stromerzeugung an. Weiterhin bietet das Unternehmen spezifische Produktdesign-, Auswahl-, Anwendungs- und Unterstützungsdienste sowie Standard- und kundenspezifische Zerspanungslösungen für Kunden aus den Bereichen Luft- und Raumfahrt, allgemeiner Maschinenbau, Energie und Transport. Darüber hinaus produziert Kennametal Presslinge, Düsen und kundenspezifische Komponenten, die in der Öl- und Gasindustrie sowie in der petrochemischen Industrie eingesetzt werden; Stabrohlinge und Abrasiv-Wasserstrahldüsen für die allgemeine Industrie; Erdbohrwerkzeuge und -systeme, die im Untertagebau, bei Graben- und Fundamentbohrungen sowie beim Straßenfräsen zum Einsatz kommen; Hartmetallpulver für die Öl- und Gasindustrie, die Luft- und Raumfahrt und die Prozessindustrie sowie Keramik, die in der Verpackungsindustrie zur Metallisierung von Folien und Papier verwendet wird. Das Unternehmen bietet seine Produkte unter den Marken Kennametal, WIDIA, WIDIA Hanita und WIDIA GTD über seinen Direktvertrieb, ein Netz unabhängiger und nationaler Händler, integrierte Lieferantenkanäle und über das Internet an. Rd. 1.877,2 Mio. EUR Umsatz erzielte die Gesellschaft 2022 sowie ein EBIT von rd. 222,2 Mio. EUR.

Tornos Holding AG

Bei der Tornos Holding AG mit Sitz in Mountier, Schweiz, handelt es sich um einen Schweizer Werkzeugmaschinenhersteller, der bereits 1880 gegründet wurde. Die AG ist zusammen mit ihren Tochtergesellschaften weltweit in der Entwicklung, der Herstellung, dem Vertrieb

und dem Service von Maschinen und den dazugehörigen Ersatzteilen tätig. Sie stellt Langdrehautomaten, Mehrspindler, Fräsmaschinen, Automations- und Stangenlader sowie Technologieprodukte und Programmiersoftware her. Darüber hinaus bietet das Unternehmen verschiedene Dienstleistungen an, wie z. B. Programmierung, vorbeugende Wartung und Überholung von Maschinen und gebrauchten Geräten sowie Schulungen. Das Unternehmen bedient die Automobil-, Mikromechanik-, Elektronik-, Medizin- und Dentalindustrie. Umsatz erzielte die Gesellschaft 2022 in Höhe von rd. 187,1 Mio. EUR, das EBIT lag bei rd. 17,6 Mio. EUR.

Dürr Aktiengesellschaft

Die Dürr Aktiengesellschaft (kurz: „Dürr“), gegründet 1895 in Bietigheim-Bissingen, Deutschland, ist mit ihren Tochtergesellschaften weltweit im Maschinen- und Anlagenbau tätig. Im Geschäftsfeld Paint and Final Assembly Systems plant, baut und modernisiert das Unternehmen Lackierereien und Endmontagelinien für die Automobilindustrie. Das Segment Application Technology entwickelt Technologien für den automatisierten Sprühauftrag von Grundierungen, Basis- und Klarlacken, Systeme für die Lackversorgung, Qualitätssicherung, Prozesskontrolle und -bewertung, Dichtungstechnik für die Nahtabdichtung sowie Klebetechnik. Das Unternehmenssegment Clean Technology Systems bietet Abluftreinigungssysteme, Batterieelektroden-Beschichtungssysteme und Lärmschutzsysteme sowie ORC-Technologie und Dienstleistungen an. Das Segment Measuring and Process Systems stellt Auswucht- und Diagnosesysteme, Abfülltechnik für Klimaanlagen und Haushaltsgeräte sowie Werkzeugsysteme für Maschinen und Bearbeitungszentren und Dienstleistungen her. Im Segment Holzbearbeitungsmaschinen und -systeme bietet die Gesellschaft Holzbearbeitungsmaschinen und -systeme wie Plattenaufteil- und Durchlaufsägen, CNC-Bearbeitungszentren, Bohrmaschinen, Schleifmaschinen und Kantenanleimmaschinen sowie Handling- und Lagersysteme an. Bei Umsatzerlösen in Höhe von rd. 4.314,1 Mio. EUR erwirtschaftet Dürr ein EBIT von 209,5 Mio. EUR.

Okuma Corporation

Die Okuma Corporation mit Sitz in Niwa, Japan, produziert und vertreibt seit 1898 Werkzeugmaschinen, NC-Steuerungen, FA-Produkte und Servomotoren in Japan, den Vereinigten Staaten, dem übrigen Amerika, Europa, China und im asiatisch-pazifischen Raum. Das Unternehmen bietet Drehbänke, Multitasking-Maschinen, Bearbeitungszentren, Schleifma-

schinen und IT/CNC-Produkte an. Außerdem bietet es Automatisierungsprodukte und Kundendienst sowie Lösungen für den Werkzeug- und Formenbau an. Die Umsatzerlöse der Gesellschaft betrugen 2022 umgerechnet rd. 1.153,4 Mio. EUR, das EBIT rd. 96,5 Mio. EUR.

Takisawa Machine Tool Co., Ltd.

Takisawa Machine Tool Co., Ltd. (kurz: „Takisawa“), gegründet 1922 mit Hauptsitz in Okayama, Japan, produziert und vertreibt Werkzeugmaschinen in Japan und international. Zu den Produkten des Unternehmens gehören CNC-, CNC/Manuell-, Motor- und manuelle Drehmaschinen sowie Multi-Tasking-Maschinen, Kolbenmaschinen und Bearbeitungszentren. Außerdem bietet Takisawa Bohrzentren, FA-Zellen und -Systeme sowie Vertriebsunterstützung und technische Dienstleistungen an. Im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr 2021/2022 erwirtschaftete die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von rd. 176,7 Mio. EUR und ein EBIT von rd. 4,5 Mio. EUR.

Sodick Co., Ltd.

Sodick Co. Ltd. (kurz: „Sodick“) mit Hauptsitz in Yokohama, Japan, entwickelt, produziert und verkauft seit 1972 numerisch gesteuerte Elektroerosionsmaschinen (EDM). Das Unternehmen ist insbesondere in den Segmenten Werkzeugmaschinen, Industriemaschinen und Maschinen für die Nahrungsmittelindustrie tätig. Sodick bietet u.a. Werkzeugmaschinen wie Senkerodiermaschinen, Drahterodiermaschinen und Bohrmaschinen für kleine Löcher, 3D-Präzisionsdrucker für Metall, Präzisionsmaschinen, CAD-CAM, Präzisionsmaschinen auf Nanoebene sowie Elektronenstrahlmaschinen an. Als Industriemaschinen vertreibt die Gesellschaft horizontale und vertikale Spritzgießmaschinen, Spritzgießmaschinen für Leichtmetalllegierungen, Automatisierungssysteme für die Spritzgießproduktion sowie Qualitäts- und Produktionsmanagementsoftware. Außerdem bietet das Unternehmen Produkte für die Antriebstechnik an, darunter Linearmotoren und Linearmotorantriebe. Auch Palettenwechsler und Roboter, CNC- und Stromversorgungsgeräte, Präzisions-Erodierwerkzeuge, integrierte Produktionssysteme, thermoplastische Spritzgießmaschinen, Spritzgießmaschinen für Magnesiumlegierungen, Ingenieurkeramik, andere elektrische Bearbeitungsgeräte, Erodierdrähte, Software, Maschinen zum Pressen von kontinuierlichen Nudelblättern, Vakuummischer, Nudelalterungs- und Nudeldampfmaschinen, LED und andere Produkte gehören zum Produktportfolio der Sodick. Darüber hinaus vertreibt das Unternehmen elektronische Komponenten und Verbrauchsmaterialien wie Elektroden, dielektrische Flüssigkeiten, Filter, Teile für Führungs- und AWT-Einheiten, Werkzeugsysteme, Präzisionskeramikprodukte, Pe-

ripheriegeräte, Chemikalien und andere Verbrauchsmaterialien. Außerdem entwirft und fertigt die Gesellschaft Gesenk- und Kunststoffformteile und entwickelt, fertigt und vertreibt Produkte, die Linearmotoren verwenden. Darüber hinaus ist das Unternehmen im Bereich der Auftragsforschung und Produktentwicklung tätig. Damit erzielte die Sodick 2022 rd. 537,2 Mio. EUR Umsatz sowie ein EBIT in Höhe von rd. 38,8 Mio. EUR.

Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd.

Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd. mit Sitz in Baoji, China, entwickelt, produziert und vertreibt CNC-Präzisionswerkzeugmaschinen und Schneidwerkzeuge in China. Das Unternehmen bietet Drehmaschinen, Zahnradschleifmaschinen, Bearbeitungszentren, Präzisionsschleifmaschinen, Messgeräte und Kunststoffmaschinen sowie Eisenguss, Messgeräte und Lehren, hydraulische Teile und Systeme. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Verzahnungswerkzeuge, Räumwerkzeuge, Spezialschneidwerkzeuge, Spezialfräser, Messlehren und Gewindeschneider sowie Zahnradmessmaschinen, Nockenwellen- und Kurbelwellenmessmaschinen an. Der Umsatz der Gesellschaft lag 2022 bei rd. 540,3 Mio. EUR, das EBIT bei rd. 10,1 Mio. EUR.

Hwacheon Machine Tool Co. Ltd.

Hwacheon Machine Tool Co. Ltd. wurde 1952 in Gwangju, Südkorea gegründet und entwickelt, fertigt und verkauft verschiedene Werkzeugmaschinen, vorrangig in Südkorea. Das Unternehmen bietet NC-Drehmaschinen, Bearbeitungszentren und Maschinen für die Automatisierung sowie Gussprodukte, verschiedene Robotermaterialien, Komponenten und legiertes Gusseisen an. 2022 lag der Umsatz der Gesellschaft bei rd. 172,7 Mio. EUR, das EBIT betrug rd. 5,8 Mio. EUR.

Die Analyse der Jahre 2019 bis 2022 sowie verfügbarer Analystenschätzungen für die Jahren 2023 bis 2026 zeigen für die Unternehmen aus dieser Peer Group von Werkzeugmaschinenherstellen folgende EBITDA- bzw. EBIT-Margen:

EBITDA-Marge	FY2019 AC	FY2020 AC	FY2021 AC	FY2022 AC	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
Mikron Holding AG (SWX:MIKN)	6,7%	-3,6%	8,9%	10,7%			
Sandvik AB (publ) (OM:SAND)	21,3%	19,0%	25,6%	21,4%	24,2%	24,6%	24,7%
DMG Mori Co., Ltd. (TSE:6141)	12,3%	9,8%	10,8%	13,9%	15,7%	16,2%	17,2%
Tsugami Corporation (TSE:6101)	11,4%	17,1%	23,4%	19,8%	20,0%		
Kennametal Inc. (NYSE:KMT)	19,9%	14,7%	15,4%	18,4%	16,5%	17,7%	18,4%
Tornos Holding AG (SWX:TOHN)	4,9%	-26,7%	13,6%	11,1%	8,6%	9,0%	9,1%
Dürr Aktiengesellschaft (XTRA:DUE)	7,1%	2,6%	6,9%	6,7%	8,7%	9,7%	9,8%
Okuma Corporation (TSE:6103)	12,2%	9,2%	12,4%	14,4%	14,4%	14,8%	12,9%
Takisawa Machine Tool Co., Ltd. (TSE:6121)	10,3%	-0,6%	5,4%	7,1%			
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd (KOSE:A000850)	5,2%	3,1%	3,2%	5,4%			
Sodick Co., Ltd. (TSE:6143)	10,3%	9,2%	13,8%	11,9%	10,7%	11,3%	11,8%
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd. (SZSE:000837)	-12,9%	9,1%	7,6%	6,1%			
Werzeugmaschinenhersteller							
Minimum	-12,9%	-26,7%	3,2%	5,4%	8,6%	9,0%	9,1%
Maximum	21,3%	19,0%	25,6%	21,4%	24,2%	24,6%	24,7%
Median	10,3%	9,2%	11,6%	11,5%	15,1%	14,8%	12,9%
Mittelwert	9,1%	5,2%	12,3%	12,2%	14,8%	14,7%	14,9%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse.

Die EBITDA-Margen dieser Vergleichsgruppe von Werkzeugmaschinenherstellern waren im Verlauf der Jahre 2019 bis 2022 relativ stabil, was sich auch im Prognosezeitraum 2023 bis 2025 fortsetzen soll, und weisen im Mittel jeweils eine leicht steigende Tendenz auf. Die durchschnittliche EBITDA-Marge dieser Peer Group liegt im Prognosezeitraum zwischen 14,7 % und 14,9 %.

Die EBIT-Margen entwickeln sich vergleichbar zum Verlauf der EBITDA-Margen, im Prognosezeitraum 2023 bis 2025 liegen sie zwischen 10,4 % und 11,0 %:

EBIT-Marge	FY2019AC	FY2020 AC	FY2021 AC	FY2022 AC	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
Mikron Holding AG (SWX:MIKN)	4,2%	-7,4%	6,1%	8,2%			
Sandvik AB (publ) (OM:SAND)	17,5%	14,8%	20,6%	17,4%	18,9%	19,5%	19,8%
DMG Mori Co., Ltd. (TSE:6141)	7,5%	2,4%	5,3%	8,9%	10,3%	10,5%	11,6%
Tsugami Corporation (TSE:6101)	8,9%	14,6%	21,4%	17,6%	17,6%		
Kennametal Inc. (NYSE:KMT)	15,2%	8,4%	8,5%	11,8%	9,9%	11,0%	11,9%
Tornos Holding AG (SWX:TOHN)	3,1%	-30,1%	11,5%	9,4%	6,3%	6,8%	6,9%
Dürr Aktiengesellschaft (XTRA:DUE)	5,2%	0,4%	4,6%	4,9%	6,6%	7,2%	7,4%
Okuma Corporation (TSE:6103)	8,7%	3,9%	8,4%	10,9%	11,4%	11,1%	12,5%
Takisawa Machine Tool Co., Ltd. (TSE:6121)	7,5%	-4,2%	2,6%	4,1%			
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd (KOSE:A000850)	3,3%	0,9%	1,6%	3,4%			
Sodick Co., Ltd. (TSE:6143)	4,7%	3,1%	9,1%	7,2%	6,2%	6,7%	7,1%
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd. (SZSE:000837)	-17,2%	5,3%	4,1%	1,9%			
Werzeugmaschinenhersteller							
Minimum	-17,2%	-30,1%	1,6%	1,9%	6,2%	6,7%	6,9%
Maximum	17,5%	14,8%	21,4%	17,6%	18,9%	19,5%	19,8%
Median	6,3%	2,8%	7,3%	8,5%	10,1%	10,5%	11,6%
Mittelwert	5,7%	1,0%	8,7%	8,8%	10,9%	10,4%	11,0%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse.

4.4. Bewertungsstichtag

Der maßgebliche Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswerts sowie die Ableitung der Barabfindung ist der Tag der Hauptversammlung der SLM AG, auf der den Aktionären der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre zur Zustimmung vorgelegt wird. Die ordentliche Hauptversammlung, auf der dieser Beschluss gefasst werden soll, ist für den 13. Juli 2023 vorgesehen.

Als technischer Bewertungsstichtag ist der 31. Dezember 2022 / 1. Januar 2023 festgelegt worden. Die erwarteten zukünftigen Nettozuflüsse sind mit den der Bewertung zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätzen zunächst auf diesen Stichtag diskontiert und anschließend mit den gleichen Zinssätzen auf den rechtlichen Bewertungsstichtag 13. Juli 2023 aufgezinst worden.

Diese Vorgehensweise halten wir für angemessen, die Aufzinsungsbeträge sind methodisch und rechnerisch zutreffend hergeleitet worden.

4.5. Ableitung der finanziellen Überschüsse der SLM AG

4.5.1. Vorbemerkungen

Die Analyse der externen Plausibilität betrachtet Informationen über die vergangene und erwartete Entwicklung der für das Unternehmen bedeutsamen Absatz- und Beschaffungsmärkte. Die Auswertung von Markt- und Branchenanalysen dient der Erarbeitung eines Vergleichsmaßstabs für die Beurteilung der Planungsannahmen. Die Marktanalyse richtet sich sind vor allem auf die gesamtwirtschaftliche, politische, gesellschaftliche und technologische Entwicklung sowie Branchenentwicklungen.

Die Wettbewerbsanalyse wertet die Ist- und die erwartete Zukunftsentwicklung der im Wettbewerb zum Planungsobjekt stehenden, möglichst vergleichbaren Unternehmen aus. Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse kann insbesondere die in der Unternehmensplanung unterstellte Umsatz- und Margenentwicklung anhand der historischen und prognostizierten Entwicklung von vergleichbaren Unternehmen verprobt werden (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 33). Auch aus der Analyse der Wettbewerbsunternehmen, die nicht unmittelbar mit dem Analyseobjekt vergleichbar sind, können Erkenntnisse für die Beurteilung der Planung gewonnen werden (vgl. vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 34).

4.5.2. Vergangenheitsanalyse

Der Bewertungsgutachter hat eine umfassende Analyse der Entwicklung der Vergangenheit vorgenommen. Wir haben diese Analysen nachvollzogen und eigene Untersuchungen zur Entwicklung in der Vergangenheit vorgenommen.

Die Analyse der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse des Bewertungsobjektes bildet grundsätzlich die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse. Aufgrund dessen, dass sich die SLM AG nach wie vor in einer Start-up-Phase befindet und daher in der Vergangenheit seit ihrem Börsengang im Jahr 2014 mit Ausnahme des Geschäftsjahres 2015 ausschließlich negative Konzernergebnisse erzielt hat, eignet sich die Vergangenheitsanalyse jedoch nur eingeschränkt zur Plausibilisierung der Planungsrechnung.

Vermögensstruktur

Die Vermögensstruktur des SLM AG-Konzerns stellt sich gem. der nach IFRS aufgestellten und geprüften Konzernabschlüsse zu den letzten drei Abschlussstichtagen wie folgt dar:

Bilanz (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.
Anlagevermögen	66.578	68.358	73.239
Immaterielle Vermögensgegenstände	28.092	32.601	37.430
Sachanlagen	38.486	35.757	35.809
Aktivisches Working Capital	40.805	55.680	77.912
Vorräte	20.770	25.842	39.888
Forderungen Lieferungen und Leistungen	13.449	22.231	26.769
Aktive latente Steuern	388	83	520
Übrige Aktiva	6.197	7.523	10.735
Liquide Mittel	18.864	24.998	31.160
Kassenbestand, Bankguthaben	18.864	24.998	31.160
Summe Aktiva	**126.247**	**149.036**	**182.311**

Das Anlagevermögen erhöhte sich im Betrachtungszeitraum 2020 bis 2022 von rd. 66.578 TEUR auf rd. 73.239 um rd. 10,0 %. Ursächlich hierfür waren vor allem die Aktivierung immaterieller Vermögensgegenstände in Form von selbst geschaffenen gewerblichen Schutzrechten sowie Entwicklungskosten für Anlagen im Bau, hier insbesondere die Entwicklung der neuen SLM-Maschine NXG® XII 600. Die Gesellschaft macht von ihrem Wahlrecht nach § 248 Abs. 2 HGB Gebrauch und aktiviert neben den Materialkosten auch weitere Fertigungskosten wie Entwicklungs-, Konstruktions- und Versuchskosten sowie zusätzlich

eine Gemeinkostenumlage. Unter dem Sachanlagevermögen werden vorrangig das Grundstück am Estlandring in Lübeck Genin sowie das darauf befindliche Gebäude zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten ausgewiesen. Zum 31. Dezember 2022 betrug der Buchwert hierfür rd. 22.679 TEUR. Weiterhin hält die Gesellschaft einen nicht unerheblichen Bestand an technischen Anlagen und Maschinen (2022: rd. 6.908 TEUR) sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung (2022: rd. 3.060 TEUR) im Vermögen. Auf Anlagen im Bau entfallen rd. 2.667 TEUR.

Die SLM AG baute im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr ihre Vorräte erheblich auf - um plus 13.061 TEUR bzw. 53,2 % auf insgesamt 37.621 TEUR. Dies ist zum einen dem höheren Auftragsbestand geschuldet sowie zum anderen den anhaltenden Lieferkettenproblemen, denen so begegnet werden soll, und trägt wesentlich zu dem hohen Working Capital der Gesellschaft bei. Nachdem die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Jahr 2020 bei rd. 13.449 TEUR lagen, stiegen sie in den zwei Folgejahren nicht unerheblich an und erhöhten so ebenfalls das Working Capital der SLM AG. Grund hierfür waren in 2021 u.a. Anlagenlieferungen zum Ende des Jahres, für die zum Stichtag die Zahlungen noch ausstanden, sowie in 2022 Forderungen aus Finanzierungsleasingverträgen, die ebenso in den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ausgewiesen werden.

Unter den weiteren Aktiva werden im Wesentlichen nicht finanzielle Vermögenswerte in Höhe von rd. 9.585 ausgewiesen, die sich beispielsweise aus Vertragsvermögenswerten, Umsatzsteuerforderungen und Vorauszahlungen ergeben.

Die liquiden Mittel, in Form von Bankguthaben und geringem Maße Termineinlagen, waren durch den Aufbau der Vorräte im letzten Geschäftsjahr in größerem Maße als in den Vorjahren negativ beeinflusst, insgesamt sind sie jedoch insbesondere aufgrund der Ausgabe neuer Aktien gegen Bareinlage (Näheres s. Kapitalstruktur) von rd. 24.998 TEUR auf 31.160 TEUR (+ rd. 24,7 %) gestiegen.

Kapitalstruktur

Die Vermögensstruktur des SLM AG-Konzerns stellt sich gem. der nach IFRS aufgestellten und geprüften Konzernabschlüsse zu den letzten drei Abschlussstichtagen wie folgt dar:

Bilanz (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.
Eigenkapital	15.769	32.671	64.254
Gezeichnetes Kapital	19.779	22.702	25.745
Kapitalrücklage	100.584	134.322	185.515
Rücklagen	-3.005	-2.389	-298
Bilanzverlust	-101.589	-121.964	-146.708
Passivisches Working Capital	24.558	28.725	41.412
Rückstellungen	5.208	5.014	6.904
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	6.983	11.008	11.523
Passive latente Steuern	5.832	4.831	7.638
Übrige Passiva	6.535	7.872	15.347
Verzinsliche Passiva	85.920	87.640	76.645
Finanzielle Verbindlichkeiten	77.795	80.565	71.809
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	1.143	771	831
Pensionsrückstellungen	6.982	6.304	4.005
Summe Passiva	**126.247**	**149.036**	**182.311**

Das Eigenkapital ist 2022 wesentlich durch die Ausgabe von 2.270.172 neuer Aktien gegen Bareinlage beeinflusst. Das Aufgeld von rd. 43.133 TEUR wurde in die Kapitalrücklage eingestellt. Weiterhin wurde die Kapitalrücklage durch Wandlung von Anleihen um 772.783 Aktien bzw. rd. 9.160 TEUR erhöht.

Die Gesellschaft hat am 11. Oktober 2017 eine Wandelanleihe mit einem Emissionsvolumen von 58.500 TEUR begeben, die anfänglich in 1.379.760 Stückaktien wandelbar war. Dies entsprach einem Wandlungspreis von 42,3987 EUR. Ein Teil der Wandelanleihe (29.800 TEUR) wurde zum Laufzeitende am 11. Oktober 2022 zurückgezahlt. Für den verbleibenden Teil (28.700 TEUR) wurde eine Fälligkeit zum 11. Oktober 2024 und eine Verzinsung von 7,5 % festgelegt.

Die zweite Wandelanleihe mit einem Emissionsvolumen von 15.000 TEUR wurde am 14. Juli 2020 begeben, vorgesehen sind insgesamt drei Tranchen. Die zweite Tranche, ebenfalls mit einem Emissionsvolumen von 15.000 TEUR, wurde am 23. April 2021 begeben, die dritte mit einem Volumen von 30.213 TEUR am 14. Juni 2022. Die Verzinsung für alle Tranchen beträgt 2,0 % p.a., die Laufzeit endet am 30. September 2026. Im Geschäftsjahr 2022 haben Investoren von ihrem Wandlungsrecht Gebrauch gemacht, bei dem Anleihen aus den drei Tranchen mit einem Nominalwert von 8.695 TEUR in Aktien mit einem Volumen von rd.

1.113 TEUR gewandelt wurden. Durch die Umwandlung wurde der aktive Rechnungsabgrenzungsposten jeweils anteilig aufgelöst und die Kapitalrücklage um den Differenzbetrag erhöht.

Insgesamt ergibt sich insbesondere durch die Stärkung der Kapitalrücklage über die Jahre eine stark steigende Eigenkapitalquote von rd. 12,5 % im Jahr 2020, rd. 21,9 % im Jahr 2021 und rd. 35,2 % im Jahr 2022.

Unter den Rückstellungen werden zum einen Rückstellungen für voraussichtliche Aufwendungen für Produktgewährleistungen erfasst, basierend auf Vergangenheitswerten. Die Einstellung erfolgt bei Umsatzrealisierung, der Gewährleistungszeitraum beträgt üblicherweise ein Jahr. Zum Stichtag 31. Dezember 2022 wurden hierunter 4.350 TEUR ausgewiesen. Zum anderen sind Rückstellungen aus dem Long-Term-Incentive-Programm für anteilsbasierte Vergütungen der Vorstandsmitglieder erfasst.

Die Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen sanken im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr um rd. 2.299 TEUR, was auf die gestiegenen Zinssätze zurückzuführen ist, mit denen die Pensionsansprüche abzuzinsen waren. Es handelt sich sämtlich um Altzusagen, neue Zusagen werden nicht erteilt.

Als Finanzverbindlichkeiten weist die Gesellschaft Wandelschuldverschreibungen und Verbindlichkeiten aus Darlehen bei Kreditinstituten zur Finanzierung des Neubaus des Lübecker Firmensitzes aus. Sowohl die Verbindlichkeiten bei Kreditinstituten konnten durch Tilgungsleistungen abgebaut werden (- rd. 1.406 TEUR auf rd. 5.875 TEUR), als auch die Finanzverbindlichkeiten aus Wandelschuldverschreibungen (- rd. 7.333 TEUR auf rd. 65.499 TEUR).

Latente Steuerschulden ergeben sich vorrangig aus aktivierten Entwicklungskosten.

Unter den übrigen Passiva werden sonstige nicht finanzielle Verbindlichkeiten ausgewiesen. Enthalten sind neben erhaltenen Anzahlungen auf Bestellungen (2022: rd. 4.422 TEUR) vor allem auch Personalverpflichtungen in Höhe von rd. 10.626 TEUR.

Ertragslage

Die Ertragslage der letzten drei Geschäftsjahre des SLM AG-Konzerns stellt sich wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.
Umsatzerlöse	61.759	75.115	105.709
Bestandsveränderungen	-2.219	1.558	9.471
Aktivierte Eigenleistungen	5.030	6.633	7.189
Gesamtleistung	64.570	83.306	122.369
Materialaufwand	-30.665	-37.047	-56.352
Rohertrag	33.905	46.259	66.017
Rohertragsmarge (% Gesamtleistung)	*52,5%*	*55,5%*	*53,9%*
Sonstige betriebliche Erträge	3.726	2.705	1.739
Personalaufwand	-35.637	-39.007	-51.578
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16.775	-18.555	-23.931
EBITDA	-14.781	-8.598	-7.753
EBITDA-Marge (% Gesamtleistung)	*-22,9%*	*-10,3%*	*-6,3%*
Abschreibungen	-8.613	-7.698	-8.505
EBIT	-23.394	-16.296	-16.258
EBIT-Marge (% Gesamtleistung)	*-36,2%*	*-19,6%*	*-13,3%*
Zinsergebnis	-4.461	-5.269	-6.123
EBT	-27.855	-21.565	-22.381
EBT-Marge (% Gesamtleistung)	*-43,1%*	*-25,9%*	*-18,3%*
Unternehmensteuern	-2.397	1.188	-2.364
EAT	-30.252	-20.377	-24.745
Umsatzrendite (% Gesamtleistung)	*-46,9%*	*-24,5%*	*-20,2%*

(Quelle: Geschäftsberichte SLM AG)

Die SLM AG erzielt Umsätze sowohl mit Maschinenverkäufen, also selektiven Laserschmelzanlagen, Pulversiebstationen sowie Zusatzgeräten und damit in Zusammenhang stehenden Dienstleistungen als auch mit After Sales-Leistungen. Letztere umfassen maschinenbezogene Dienstleistungen, Ersatzteile und Zubehör sowie den Verkauf nicht maschinenbezogener Verbrauchsmaterialien und Dienstleistungen. Mit rd. 84.889 TEUR stiegen die Verkäufe von Maschinen im Jahr 2022 um rd. 47,4 % gegenüber dem Vorjahr (rd. 57.602 TEUR) und stellt damit den wesentlichen Teil der Erlöse. Maßgeblich am Umsatzwachstum beteiligt war die Einführung der neuen NXG XII 600-Maschine. Die Umsätze im After Sales Bereich konnten im Vorjahresvergleich um rd. 18,9 % auf rd. 20.820 TEUR gesteigert werden.

Der Bestand an fertigen und unfertigen Erzeugnissen erhöhte sich 2022 wesentlich von rd. 1.558 TEUR auf 9.471 TEUR (rd. 607,9 %).

Unter den aktivierten Eigenleistungen ist der Personalaufwand für die Entwicklungstätigkeiten der SLM AG erfasst. Der Anstieg der Position im Betrachtungszeitraum lässt auf die erhöhten Entwicklungsaktivitäten der Gesellschaft schließen.

Die Materialaufwendungen nahmen im Betrachtungszeitraum nominell stetig zu und verdoppelten sich von 2020 bis 2022 beinahe (+ rd. 25.687 TEUR bzw. + rd. 45,6 %). Begründet liegt dies in den ebenfalls stark steigenden Umsatzerlösen sowie des höheren Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen und aktivierten Eigenleistungen. Gemessen an der Gesamtleistung lag die Materialaufwandsquote in den vergangenen drei Jahren relativ konstant zwischen rd. 44,5 % und rd. 47,5 %. Daraus ergibt sich in demselben Zeitraum eine Rohertragsmarge zwischen rd. 52,5 % und rd. 55,5 %.

Neben Gehältern in Höhe von rd. 34.186 TEUR hat die SLM AG im Jahr 2022 auch variable Vergütung in Höhe von rd. 10.807 TEUR bezahlt. Beides wird, zusammen mit den sozialen Abgaben (rd. 6.083 TEUR) sowie den Aufwendungen für Altersversorgung (rd. 502 TEUR) unter dem Personalaufwand ausgewiesen. Die Steigerung gegenüber dem Vorjahr ergibt sich vor allem aus höheren Gehaltszahlungen (+ rd. 4.709 TEUR) sowie erheblich gestiegenen variablen Vergütungen (+ rd. 6.890 TEUR). Maßgeblich hierfür sind die gestiegenen Mitarbeiterzahlen, vor allem in den Bereichen Vertrieb (+ 16 FTE) und Administration (+ 18 FTE). Insgesamt beschäftigt die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2022 durchschnittlich 537 FTE und damit 49 mehr als im Vorjahr. Auffällig ist jedoch, dass die Personalaufwandsquote, gemessen an der Gesamtleistung, im Zeitraum 2020 bis 2022 stark zurückgeht (2020: rd. 55,2 %, 2021: rd. 46,8 %, 2022: rd. 42,5 %), was auf eine gestiegene Produktivität und höhere Auslastung der Mitarbeiter schließen lässt.

Wesentliche Kostentreiber der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind unter anderem die Vertriebsaufwendungen i.S. von Logistikkosten, Ausgangsfrachten und Vertriebsprovisionen. Diese sind zum einen abhängig von der Anzahl der verkauften Maschinen und steigen daher teils mit dem Umsatz, zudem wurden sie durch die angespannte Weltmarktlage während der Corona-Pandemie beeinflusst. Auch Rechts- und Beratungskosten bilden einen nicht unerheblichen Teil der Aufwendungen. Diese sind in den vergangenen Jahren vor allem für Kapitalmarkt-Rechtsberatung sowie die Übernahme durch die Nikon AG angefallen. Hinzu kommen unter anderem Marketingkosten, in denen auch Ausgaben für Messeauftritte enthalten sind, sowie Lizenzaufwendungen, Reisekosten (bspw. für Servicetechniker) und Energiekosten.

Abschreibungen werden sowohl für immaterielle Vermögensgegenstände als auch für Sachanlagen ausgewiesen. Die immateriellen Vermögensgegenständen bestehen vor allem aus selbst erstellten gewerblichen Schutzrechte, Lasertechnologie sowie eines Postens im Zusammenhang mit einem Unternehmenszusammenschluss (Differenzbetrag für eine Kaufpreisallokation). Die Abschreibungen auf Sachanlagen entfallen im Wesentlichen auf technische Anlagen und Maschinen sowie BGA (Näheres s. Analyse der Vermögensstruktur).

Die Zinsen aus Wandelanleihen sind mit rd. 6.036 TEUR für einen wesentlichen Teil der Zinsaufwendungen der SLM AG im Jahr 2022 verantwortlich. Weiterhin sind im Geschäftsjahr 2022 rd. 46 TEUR an Finanzierungskosten sowie rd. 58 TEUR für Zinsen für Bankdarlehen angefallen.

Im Jahr 2022 verzeichnete die SLM AG einen Steueraufwand für latente Steuern in Höhe von rd. 2.364 TEUR, wohingegen sich im Vorjahr, vor allem aufgrund von Verlustvorträgen, ein positiver Effekt aus Ertragsteuern in Höhe von rd. 1.188 TEUR ergab.

Bereinigungen der Ertragslage

Der Bewertungsgutachter hat gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 71 und IDW Praxishinweis 2017.2, Tz. 25 eine Bereinigung der Erfolgsrechnungen der Vergangenheit vorgenommen, die wir nachvollzogen haben. Es handelt sich dabei um die folgenden einmaligen, nicht wiederkehrenden und periodenfremden Sachverhalte:

Bereinigungen (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.
Materialaufwand	-30.665	-37.047	-56.352
Wertberichtigungen	4.408	2.100	1.985
Materialaufwand (bereinigt)	-26.257	-34.947	-54.367
Sonstige betriebliche Erträge	3.726	2.705	1.739
Währungsgewinne	-484	-1.423	0
Auflösung von Einzelwertberichtigungen	-463	-74	-263
Auflösung von Rückstellungen	-1.206	-151	-255
Auflösung RSt. zollrechtliche Einstufung	0	0	-959
Staatliche Zuschüsse	-723	-803	0
Erträge aus Anlagenverkäufen	0	-67	0
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt)	850	187	262
Personalaufwand	-35.637	-39.007	-51.578
Kurzarbeitergeld	-400	0	0
Vorstandsvergütung Change-of-Control	0	0	5.300
Abfindungen	305	374	537
Personalaufwand (bereinigt)	-35.732	-38.633	-45.741
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16.775	-18.555	-23.931
Währungskursverluste	1.017	0	975
Aufwand aus der Bildung von aufgelösten Rückstellungen	151	255	0
Beratungsaufwendungen Nikon-Übernahme	0	0	1.259
Verlust aus Anlagenabgängen	0	0	24
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt)	-15.607	-18.300	-21.673
Abschreibungen	-8.613	-7.698	-8.505
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	1.282	1.282	1.175
Abschreibungen (bereinigt)	-7.331	-6.416	-7.330
Bereinigungen gesamt (neutrales Ergebnis)	-3.887	-1.493	-9.778

Der Materialaufwand wurde um Wertberichtigungen bereinigt, wodurch dieser in allen Jahren des Betrachtungszeitraums sinkt. Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen waren insbesondere Bereinigungen von Währungsgewinnen, die Auflösung von Rückstellungen und staatlicher Zuschüsse notwendig, wodurch diese erheblich zurückgingen. Im Personalaufwand wurde vor allem die Prämie für den Vorstand, die im Rahmen der Übernahme durch die Nikon.AM AG gezahlt wurde, für weitere Analysen eliminiert. Neben Währungskursverlusten waren bei den betrieblichen Aufwendungen hauptsächlich die Beratungsaufwendungen für die Unternehmensübernahme als einmalige Kosten zu bereinigen. Auch die Abschreibungen

waren, um einen im Rahmen einer Kaufpreisallokation angesetzten Differenzbetrag, zu korrigieren.

Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen für sachgerecht. Über die vorgenommenen Bereinigungen hinausgehende wesentliche Sachverhalte, die zu bereinigen wären, haben wir anlässlich unserer Prüfung nicht identifiziert.

Bereinigte Ertragslage

Die bis zum EBIT bereinigte Vergangenheitsrechnung stellt sich wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt) (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.
Umsatzerlöse	61.759	75.115	105.709
Bestandsveränderungen	-2.219	1.558	9.471
Aktivierte Eigenleistungen	5.030	6.633	7.189
Gesamtleistung	64.570	83.306	122.369
Materialaufwand	-26.257	-34.947	-54.367
Rohertrag	38.313	48.359	68.002
Rohertragsmarge (% Gesamtleistung)	*59,3%*	*58,0%*	*55,6%*
Sonstige betriebliche Erträge	850	187	262
Personalaufwand	-35.732	-38.633	-45.741
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15.607	-18.300	-21.673
EBITDA	-12.176	-8.387	850
EBITDA-Marge (% Gesamtleistung)	*-18,9%*	*-10,1%*	*0,7%*
Abschreibungen	-7.331	-6.416	-7.330
EBIT	-19.507	-14.803	-6.480
EBIT-Marge (% Gesamtleistung)	*-30,2%*	*-17,8%*	*-5,3%*

Während die Gesamtleistung unverändert bleibt, erhöht sich aufgrund der verringerten Materialaufwendungen der Rohertrag. Die Rohertragsmarge steigt im Jahr 2022 von rd. 53,9 % auf rd. 55,6 %. Das EBITDA steigt wesentlich von rd. - 7.753 TEUR auf rd. 850 TEUR, sodass die Gesellschaft 2022 eine bereinigte EBITDA-Marge von rd. 0,7 % erzielte. Das EBIT verbessert sich von rd. - 16.258 TEUR auf lediglich noch rd. - 6.480 TEUR. Ähnliches zeigt sich auch in den Jahren 2020 und 2021.

4.5.3. Analyse der Planungssystematik und des Planungsprozesses

Die dieser Bewertung zugrundeliegende Planung wird, ebenso wie das Controlling des Konzerns, über die Corporate-Performance-Management-Plattform LucaNet abgebildet. Grundsätzlich erfolgte die Planung in den vergangenen Jahren turnusmäßig im zweiten Halbjahr

eines Kalenderjahres und beginnt im August des Jahres vor dem Planungszeitraum. Hinsichtlich der Planungssystematik sind zwei Planungshorizonte zu unterscheiden:

Das sog. „Budgetjahr“, i. S. des jeweils folgenden Kalenderjahres, wird auf Maschinenebene geplant. Die Vertriebsmitarbeiter des SLM-Konzerns treffen Annahmen zu den erwarteten Aufträgen bzgl. Modell und Anzahl (Auftrags-Forecast) auf regionaler Ebene (EMEA, NA und APAC). Diese gehen mit Planpreisen in die Planung ein, die u.a. die in der Vergangenheit durchschnittlich erzielten Erlösen berücksichtigen. Die Darstellung erfolgt auf Ebene der verschiedenen Maschinentypen sowie getrennt für die Absatzregionen. Für den After-Sales-Bereich werden separate Annahmen getroffen. Aufbauend auf dem zu erzielenden Umsatz werden der (direkte) Material- und Personalaufwand geplant. Die Kosten setzen sich dabei aus den Materialkosten, z.B. für den Verkauf von Metallpulver, Ersatz- oder Zubehörteilen sowie für die Installation und Wartungskosten im Rahmen von Serviceverträgen zusammen. Die Höhe der Wartungskosten wird anhand von Erfahrungswerten der Vergangenheit ermittelt. Die übrigen sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen werden anhand detaillierter Forecasts bottom-up auf Kostenstellenebene erhoben.

Die interne Plausibilisierung der Planung, insbesondere in Bezug auf die erwarteten Maschinenverkäufe, erfolgt top-down. Finale Anpassungen, bspw. im Hinblick auf aktuelle Entwicklungen oder langfristige Ziele der SLM AG, erfolgen durch den Vorstand der SLM AG. Für das Budgetjahr erfolgt die Planung mit einem ausgeprägteren Detaillierungsgrad. Die finale Anpassung des Budgetjahres erfolgt durch das Management Board in der Regel bis Ende November.

Ergänzend zu der Budgetplanung für das folgende Geschäftsjahr wird eine Mittelfristplanung für einen Zeitraum von vier Jahren (auf das Budgetjahr folgend) entwickelt. Diese wird jährlich rolliert, also aktualisiert und fortgeschrieben. Bei diesem längeren Planungshorizont erfolgt eine pauschale Annahme hinsichtlich der Erlös- und Kostenstruktur, d.h. es werden prozentuale Veränderungen der Werte aus der Budgetplanung dargestellt. Die Annahmen basieren jeweils auf aktuellen Prognosen der Marktentwicklung sowie geplanten Anpassungen des Produktportfolios i. S. von Anlageoptimierungen, Weiterentwicklung hin zu Nachfolgemodellen oder Neuentwicklung von Maschinen.

Nach Abschluss des Planungsprozesses erhält der Aufsichtsrat die Planungen zur Kenntnis.

Aufgrund der Übernahme durch die Nikon.AM AG und den damit einhergehenden Unsicherheiten verzichtete die Geschäftsleitung der Gesellschaft im vergangenen Jahr darauf, zusätzlich zur kurzfristigen, im November 2022 erstellten Budgetplanung für das Jahr 2023, eine Mittelfristplanung aufzustellen. Die Erstellung einer Mittelfristplanung wurde zu Beginn des zweiten Quartals 2023 nachgeholt. Die aktuelle Planungsrechnung umfasst demnach neben der Budgetplanung für das Jahr 2023, die im Mai 2023 ebenfalls aktualisiert wurde, auch eine Mittelfristplanung für die Jahre 2024 bis 2027.

Grundsätzlich kann angenommen werden, dass die SLM AG aufgrund der bereits in den vergangenen Jahren regelmäßig aufgestellten Unternehmensplanungen (kurz- bis mittelfristig) in der Erarbeitung derselben erfahren ist und für sich ein hinreichend sorgfältiges Verfahren entwickelt hat.

Vom Bewertungsgutachter wurden an der operativen Planung für die Jahre 2023 bis 2027 bis zum EBIT keine Änderungen vorgenommen, lediglich die Finanz- und die Steuerrechnung wurde integriert als Teil des Bewertungsprozesses vom Bewertungsgutachter ermittelt.

Die aktualisierte Budgetplanung für das Jahr 2023 und die Mittelfristplanung für die Jahre 2024 bis 2027 wurde mit Beschluss des Aufsichtsrats vom 31. Mai 2023 zustimmend zur Kenntnis genommen.

Hinsichtlich der vom Bewertungsgutachter entwickelten Übergangsphase und der Phase der ewigen Rente verweisen wir auf den entsprechenden Unterabschnitt in Abschnitt 4.5.5.

4.5.4. Analyse des Plan-Ist-Vergleichs

Vergleich Budgetplanung versus Ist 2020 bis 2022

Zur Ermittlung der Planungstreue haben wir die vor Beginn eines Geschäftsjahres erstellte Budgetplanung für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 mit den in den jeweiligen Jahren tatsächlich realisierten Geschäftsergebnissen sowie bezüglich des Rohertrags, EBITDA und EBIT den bereinigten Ergebnissen gegenübergestellt und hinsichtlich Abweichungen analysiert.

Grundsätzlich muss im Vorhinein festgehalten werden, dass u. E. die Abweichungsanalyse aufgrund der Aufbauphase, in der sich die SLM AG mit ihrem Geschäftsmodell derzeit noch

befindet, nur bis zur Ebene des Rohertrages einigermaßen aussagekräftig ist und als Grundlage für zukünftige Betrachtungen herangezogen werden kann. Das EBITDA und infolgedessen auch das EBIT waren in der Vergangenheit deutlich negativ, sodass hieraus keine Schlüsse für eine langfristige Unternehmensplanung gezogen werden können.

Die Gegenüberstellung von Plan- und Ist-Ergebnissen (bereinigt und unbereinigt) ergibt folgendes Bild:

Umsatzerlöse (TEUR)	2020	2021	2022
Plan	64.178	74.615	114.900
Ist	61.759	75.115	105.709
Abweichung Plan-Ist	-2.419	500	-9.191
Abweichung Plan-Ist in %	-3,8	0,7	-8,0

Rohertrag (TEUR)	2020	2021	2022
Plan	36.600	48.071	71.881
Ist	33.905	46.259	66.017
Ist bereinigt	38.313	48.359	68.002
Abweichung Plan-Ist	-2.695	-1.812	-5.864
Abweichung Plan-Ist in %	-7,4	-3,8	-8,2
Abweichung Plan-Ist bereinigt	1.713	288	-3.879
Abweichung Plan-Ist bereinigt in %	4,7	0,6	-5,4

EBITDA (TEUR)	2020	2021	2022
Plan	-8.736	-12.218	2.974
Ist	-14.781	-8.598	-7.753
Ist bereinigt	-12.176	-8.387	850
Abweichung Plan-Ist	-6.045	3.620	-10.727
Abweichung Plan-Ist in %	69,2	-29,6	-360,7
Abweichung Plan-Ist bereinigt	-3.440	3.831	-2.124
Abweichung Plan-Ist bereinigt in %	39,4	-31,4	-71,4

EBIT (TEUR)	2020	2021	2022
Plan	-19.117	-20.618	-5.870
Ist	-23.394	-16.296	-16.258
Ist bereinigt	-19.507	-14.803	-6.480
Abweichung Plan-Ist	-4.277	4.322	-10.388
Abweichung Plan-Ist in %	22,4	-21,0	177,0
Abweichung Plan-Ist bereinigt	-390	5.815	-610
Abweichung Plan-Ist bereinigt in %	2,0	-28,2	10,4

Im Jahr 2020 kam es zu moderaten Abweichungen bei den Umsatzerlösen, die leicht unter dem Plan lagen (rd. - 3,8 %). Legt man den bereinigten Rohertrag (Näheres zu den Bereinigungen siehe Abschnitt 4.5.2) zugrunde, lag dieser rd. 4,7 % über dem geplanten Rohertrag,

was auf geringere Materialaufwendungen zurückzuführen ist. Das EBITDA hingegen war deutlich negativer als angenommen. Das bereinigte EBITDA lag um rd. 39,4 %, das tatsächlich ausgewiesene EBITDA sogar um rd. 69,2 % unter dem Plan. Ausgehend vom bereinigten EBIT liegt dieses jedoch mit einer marginalen Abweichung von rd. 2,0 % im Bereich der Planung.

Während die Gesellschaft im folgenden Geschäftsjahr 2021 hinsichtlich der Umsatz- und Rohertragsprognosen im Plan lag (rd. + 0,7 bzw. + 0,6 %) und das avisierte Umsatzwachstum erreichen konnte, weicht das EBITDA deutlich positiv von der ursprünglichen Planung ab (bereinigt lediglich rd. - 8.387 TEUR statt der prognostizierten rd. - 12.218 TEUR). Dies wirkt sich in der Folge auch auf das EBIT aus, das ebenfalls deutlich weniger negativ ist, als geplant wurde.

Für das Jahr 2022 konnten die prognostizierten Umsatzerlöse nicht erreicht werden (rd. - 8,0 %), was sich auch auf die Roherträge auswirkte. Nach Bereinigungen ergibt sich noch eine negative Planabweichung von rd. 5,4 %. Die SLM AG plante in diesem Jahr erstmals ein positives EBITDA (rd. 2.974 TEUR) und konnte dieses auch erreichen, wenn auch in geringerer Höhe als zuvor ausgearbeitet (rd. 850 TEUR). Das bereinigte EBIT lag demnach ebenfalls leicht unter Plan (rd. - 610 TEUR).

Insgesamt lässt sich sagen, dass die Unternehmensplanung der Gesellschaft in der Vergangenheit bis zur Ebene des Rohertrags verhältnismäßig zutreffend mit vergleichsweise geringen Abweichungen erstellt war. Die EBITDA-Planungen weichen teils nicht unerheblich von den (bereinigten) Ist-Ergebnissen ab, jedoch sowohl ins Negative als auch ins Positive, sodass sich keine Rückschlüsse für die vorgelegten Planzahlen ziehen lassen. Hinsichtlich des EBIT waren die Prognosen mit Ausnahme des Jahres 2021 wiederum hinlänglich zielgenau.

Vergleich Budgetplanung versus Ist Q1 2023

Neben den drei vergangenen Geschäftsjahren haben wir auch für das erste Quartal des Jahres 2023 eine Abweichungsanalyse gegenüber der Budgetplanung vorgenommen:

(TEUR)	Q1 2022 Act.	Q1 2023 Act.	Q1 2023 Budget	Q1 2023 Act. - Budget
Umsatzerlöse	16.387	24.036	29.821	-5.785
Bestandsveränderungen	5.703	5.603	2.449	3.154
Aktivierte Eigenleistungen	1.661	2.357	2.795	-437
Gesamtleistung	23.751	31.996	35.065	-3.069
Materialaufwand	-13.369	-17.226	-14.421	-2.805
Materialaufwandsquote (% Gesamtleistung)	*-56,3%*	*-53,8%*	*-41,1%*	*91,4%*
Rohertrag	10.382	14.770	20.644	-5.874
Rohertragsmarge (% Gesamtleistung)	*43,7%*	*46,2%*	*58,9%*	*191,4%*
Sonstige betriebliche Erträge	356	305	0	305
s.b.E.-Quote (% Gesamtleistung)	*1,5%*	*1,0%*	*0,0%*	*-10,0%*
Personalaufwand	-10.994	-13.046	-14.527	1.481
Personalaufwandsquote (% Gesamtleistung)	*-46,3%*	*-40,8%*	*-41,4%*	*-48,2%*
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4.119	-6.285	-6.624	339
s.b.A.-Quote (% Gesamtleistung)	*-17,3%*	*-19,6%*	*-18,9%*	*-11,1%*
EBITDA	-4.374	-4.255	-506	-3.748
EBITDA-Marge (% Gesamtleistung)	*-18,4%*	*-13,3%*	*-1,4%*	*122,1%*
Abschreibungen	-1.893	-2.481	-1.639	-841
Abschreibungsquote (% Gesamtleistung)	*-8,0%*	*-7,8%*	*-4,7%*	*27,4%*
EBIT	-6.267	-6.736	-2.146	-4.590
EBIT-Marge (% Gesamtleistung)	*-26,4%*	*-21,1%*	*-6,1%*	*149,6%*

Die avisierten Umsatzerlöse in Höhe von rd. 29.821 TEUR konnten im ersten Quartal nicht erreicht werden. Dennoch ist mit rd. 24.036 TEUR eine deutliche Umsatzsteigerung im Vergleich zum Vorjahresquartal erkennbar. Die Materialaufwandsquote liegt - entgegen der Planung - mit rd. 53,8 % nur leicht unterhalb des Vorjahresquartalsniveaus. Insgesamt führt dies zu einer geringeren Rohertragsmarge als angenommen (rd. - 12,7 %-Punkte). Die Personalkosten liegen absolut als auch in Relation zur Gesamtleistung leicht unterhalb der prognostizierten Höhe. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich gegenüber dem Vorjahresquartal absolut und prozentual zur Gesamtleistung deutlich erhöht, liegen aber in etwa auf dem Planniveau. Die Abschreibungen fallen gegenüber dem Q1-Budget höher aus. Aufgrund dieser Entwicklungen, insbesondere aufgrund der geringeren Gesamtleistung verbunden mit den höheren Materialaufwendungen, sind EBITDA und EBIT deutlich negativ planabweichend.

4.5.5. Analyse der Planungsrechnung

Unternehmensplanung 2023 bis 2027

Die Unternehmensplanung der SLM AG für die Jahre 2023 bis 2027 stellt sich unter Gegenüberstellung des bereinigten EBIT der Vergangenheit zusammengefasst wie folgt dar:

Gewinn- und Verlustrechnung (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan
Umsatzerlöse	61.759	75.115	105.709	152.299	207.727	261.611	337.714	430.194
Wachstum ggü. Vorjahr	*26,1%*	*21,6%*	*40,7%*	*44,1%*	*36,4%*	*25,9%*	*29,1%*	*27,4%*
Bestandsveränderungen	-2.219	1.558	9.471	5.587	5.338	9.036	9.675	11.553
Aktivierte Eigenleistungen	5.030	6.633	7.189	8.973	10.768	12.921	15.505	18.606
Gesamtleistung	64.570	83.306	122.369	166.858	223.832	283.569	362.895	460.354
Wachstum ggü. Vorjahr	*44,1%*	*29,0%*	*46,9%*	*36,4%*	*34,1%*	*26,7%*	*28,0%*	*26,9%*
Materialaufwand	-26.257	-34.947	-54.367	-72.467	-98.245	-124.016	-160.760	-205.883
Materialaufwandsquote (% Gesamtleistung)	*-40,7%*	*-42,0%*	*-44,4%*	*-43,4%*	*-43,9%*	*-43,7%*	*-44,3%*	*-44,7%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*25,7%*	*33,1%*	*55,6%*	*33,3%*	*35,6%*	*26,2%*	*29,6%*	*28,1%*
Rohertrag	38.313	48.359	68.002	94.391	125.588	159.553	202.135	254.471
Rohertragsmarge (% Gesamtleistung)	*59,3%*	*58,0%*	*55,6%*	*56,6%*	*56,1%*	*56,3%*	*55,7%*	*55,3%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*60,2%*	*26,2%*	*40,6%*	*38,8%*	*33,1%*	*27,0%*	*26,7%*	*25,9%*
Sonstige betriebliche Erträge	850	187	262	0	0	0	0	0
s.b.E.-Quote (% Gesamtleistung)	*1,3%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Personalaufwand	-35.732	-38.633	-45.741	-59.807	-68.778	-79.095	-90.959	-104.603
Personalaufwandsquote (% Gesamtleistung)	*-55,3%*	*-46,4%*	*-37,4%*	*-35,8%*	*-30,7%*	*-27,9%*	*-25,1%*	*-22,7%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*12,1%*	*8,1%*	*18,4%*	*30,8%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15.607	-18.300	-21.673	-27.144	-29.859	-32.844	-36.129	-39.742
s.b.A.-Quote (% Gesamtleistung)	*-24,2%*	*-22,0%*	*-17,7%*	*-16,3%*	*-13,3%*	*-11,6%*	*-10,0%*	*-8,6%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*-20,7%*	*17,3%*	*18,4%*	*25,2%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
EBITDA	-12.176	-8.387	850	7.440	26.951	47.613	75.047	110.126
EBITDA-Marge (% Gesamtleistung)	*-18,9%*	*-10,1%*	*0,7%*	*4,5%*	*12,0%*	*16,8%*	*20,7%*	*23,9%*
EBITDA-Marge (% Umsatzerlöse)	*-19,7%*	*-11,2%*	*0,8%*	*4,9%*	*13,0%*	*18,2%*	*22,2%*	*25,6%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*-53,2%*	*-31,1%*	*-110,1%*	*775,2%*	*262,3%*	*76,7%*	*57,6%*	*46,7%*
Abschreibungen	-7.331	-6.416	-7.330	-9.022	-10.827	-12.992	-15.590	-18.709
Abschreibungsquote	*-11,4%*	*-7,7%*	*-6,0%*	*-5,4%*	*-4,8%*	*-4,6%*	*-4,3%*	*-4,1%*
EBIT	-19.507	-14.803	-6.480	-1.583	16.124	34.621	59.457	91.418
EBIT-Marge (% Gesamtleistung)	*-30,2%*	*-17,8%*	*-5,3%*	*-0,9%*	*7,2%*	*12,2%*	*16,4%*	*19,9%*
EBIT-Marge (% Umsatzerlöse)	*-31,6%*	*-19,7%*	*-6,1%*	*-1,0%*	*7,8%*	*13,2%*	*17,6%*	*21,3%*
Wachstum ggü. Vorjahr				*-75,6%*	*>1000%*	*114,7%*	*71,7%*	*53,8%*
Zinsergebnis				-635	-892	-1.185	-1.048	-447
EBT				-2.218	15.232	33.436	58.409	90.970
EBT-Marge (% Gesamtleistung)				*-1,3%*	*6,8%*	*11,8%*	*16,1%*	*19,8%*
Unternehmensteuern				0	-2.152	-5.472	-9.640	-15.068
in % von EBT				*0,0%*	*-14,1%*	*-16,4%*	*-16,5%*	*-16,6%*
EAT				-2.218	13.080	27.964	48.768	75.902
Umsatzrendite (% Gesamtleistung)				*-1,3%*	*5,8%*	*9,9%*	*13,4%*	*16,5%*

Gesamtleistung

Die Planung der **Umsatzerlöse** gliedert sich wie folgt auf:

Umsatzerlöse nach Bereichen (TEUR)	2020 Act.	2021 Act.	2022 Act.	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan
Maschinenverkäufe	45.127	57.602	84.889	126.290	172.380	211.935	268.535	336.932
Wachstum ggü. Vorjahr	*28,41%*	*27,64%*	*47,37%*	*48,77%*	*36,50%*	*22,95%*	*26,71%*	*25,47%*
Handelswaren, Ersatzteile, Services	16.632	17.513	20.820	26.009	35.347	49.677	69.179	93.263
Wachstum ggü. Vorjahr	*20,35%*	*5,30%*	*18,88%*	*24,92%*	*35,90%*	*40,54%*	*39,26%*	*34,81%*
Gesamt	61.759	75.115	105.709	152.299	207.727	261.612	337.715	430.194
Wachstum ggü. Vorjahr	*26,14%*	*21,63%*	*40,73%*	*44,07%*	*36,39%*	*25,94%*	*29,09%*	*27,38%*
Maschinenverkäufe Einheiten	*74*	*76*	*87*	*103*	*144*	*168*	*206*	*256*
Durchschnittlicher Preis pro Einheit	*610*	*758*	*976*	*1.222*	*1.201*	*1.261*	*1.302*	*1.316*

Die SLM AG erwartet in den nächsten fünf Jahren eine erhebliche Ausweitung der Umsatzerlöse und orientiert sich dabei an den allgemeinen Markterwartungen, wie sie bei Wettbewerbern und durch Marktstudien zum Ausdruck gebracht werden. Die aus dieser Planung resultierenden durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) im Zeitraum von 2022 bis 2027 liegen bei 32,4 % für die Umsatzerlöse, deren Dynamik sich ausgehend von einem starken Wachstum in den ersten beiden Planjahren von 44,1 % im ersten Planjahr zu 27,4 % im letzten Planjahr entwickelt. Damit erwartet die SLM AG für ihr Geschäft sogar noch höhere Wachstumsraten als die durchschnittlichen Markterwartungen (vgl. Abschnitt 4.3.3 dieses Prüfungsberichts). Diese Planannahme geht einher mit dem von der SLM AG erwarteten Zugewinn von Marktanteilen, insbesondere mit Kunden in den Bereichen Luft- und Raumfahrt und Verteidigung. Absolut verbessern sich die Umsatzerlöse von 105.709 TEUR im Jahr 2022 um 324.485 TEUR auf 430.194 TEUR im Jahr 2027.

Das Wachstum wird wesentlich beeinflusst durch die Anzahl der Maschinenverkäufe, vor allem durch stark ansteigende Verkaufszahlen von Maschinentypen der NXG-Familie aufgrund der aktuell bestehenden technischen Alleinstellungsmerkmale, die bis 2026 erwartet werden. Auch auf die bestehenden und die Nachfolgemodelle der SLM-Familie entfällt ein deutliches Umsatzwachstum, wobei der Umsatzanteil kleinerer Maschinen mit einer geringeren Anzahl von Lasern im Planungsverlauf abnimmt. Die geplante Anzahl abzusetzender Maschinen steigt im Planungszeitraum 2022 bis 2027 um rd. 140 Maschinen.

Die durchschnittlichen Erlöse pro verkaufter Maschineneinheit steigen, da erwartet wird, dass der Anteil technologisch komplexerer Anlagen des Typs NXG zunimmt. Im Jahr 2027 sollen mehr als die Hälfte der Umsatzerlöse im Segment Maschinen auf diesen Maschinentyp entfallen. Der Anteil kleinerer und weniger komplexer Anlagen nimmt dagegen planerisch ab, da für diese die Wettbewerbssituation insbesondere durch chinesische Anbieter zunehmend intensiver wird. Das Produktportfolio soll insgesamt weiter ausgebaut bzw. technologisch weiterentwickelt werden.

Die Erlöse für Material, Zubehör und Service (After Sales) steigen mit einer dem Maschinenabsatz nachlaufenden und zur verkauften Maschinenbasis korrespondierenden Entwicklung an. Der Anteil des After Sales-Geschäfts an den gesamten Umsätzen erhöht sich von 17,1 % im Jahr 2023 leicht auf 21,7 % im Jahr 2027.

Die **Bestandsveränderungen** bzgl. fertiger und unfertiger Erzeugnisse steigen entsprechend dem Umsatzanstieg und der Geschäftsentwicklung an, zeigen jedoch eine Optimierung der Vorratsbestände und damit eine Verminderung der Kapitalbindung im Planungsverlauf.

Die Fortentwicklung des Produktportfolios und dessen technologische Weiterentwicklung, die wesentlich zum Umsatzwachstum beitragen, beeinflusst die **aktivierten Eigenleistungen**, die im Wesentlichen aus der Aktivierung von Entwicklungskosten und damit aus Personalkosten bestehen. Der Anteil der aktivierten Eigenleistungen am Personalaufwand steigt leicht geringer als der Umsatz von rd. 15,0 % im Jahr 2023 auf rd. 17,8 % im letzten Planjahr.

Materialaufwand/Rohergebnis

Der Materialaufwand besteht überwiegend aus den direkten Materialkosten für die Maschinen sowie die im After Sales-Bereich abgesetzten Ersatz- und Zubehörteile und Metallpulver. Die Materialaufwandsquote steigt von 43,4 % im Jahr 2023 leicht auf 44,7 % im letzten Planjahr an.

Personalaufwand

Der Personalaufwand wächst im Planungszeitraum beeinflusst durch eine Erhöhung des Personalbestands in den Bereichen Service, Produktion und Entwicklung / Engineering in Folge der Geschäftsausweitung und durch erwartete Gehaltserhöhungen an, wächst aber deutlich unterproportional zur Gesamtleistung, so dass sich die Personalaufwandsquote zur Gesamtleistung im Planungsverlauf von 37,4 % im Jahr 2022 auf 22,7 % verbessert.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wachsen im Vergleich zur Gesamtleistung stark unterproportional, hier werden neben Kostenverbesserungen bei den Vertriebs- und Logistikkosten ein deutlicher Rückgang der Rechtsberatungskosten erwartet, der in der Vergangenheit im Rahmen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung der Gesellschaft auf dem Kapitalmarkt entstand.

EBITDA

Das EBITDA steigt mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 165 % von 850 TEUR im Jahr 2022 auf 110.126 TEUR im Jahr 2027 an. Die EBITDA-Marge bezogen auf die Gesamtleistung verbessert sich von 0,7 % im Jahr 2022 auf 23,9 % im letzten Planjahr 2027.

Abschreibungen

Die Abschreibungen entwickeln sich proportional zum Anstieg der aktivierten Eigenleistungen und die Abschreibungsquote zur Gesamtleistung und sinkt im Planungszeitraum 2022 bis 2027 kontinuierlich von 5,4 % auf 4,1 %.

EBIT

Das EBIT steigt in den Jahren 2022 bis 2027 stark an, wird im Jahr 2024 mit 16.124 TEUR erstmals positiv und entwickelt sich auf 91.418 TEUR im Jahr 2027. Dies entspricht einer EBIT-Marge zur Gesamtleistung von 19,9 %.

Zinsergebnis

Das Zinsergebnis wurde auf Basis der zinstragenden Vermögensgegenstände und Schulden und unter Berücksichtigung der aktuellen Zins- und Kreditkonditionen der SLM AG entwickelt.

Unternehmenssteuern

Die Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung des aktuellen Stands des Steuerrechts abgeleitet und berücksichtigen die auf die inländischen Erträge anfallende Gewerbe- und Körperschaftsteuer einschließlich des Solidaritätszuschlags zur Körperschaftsteuer, sowie im Ausland anfallende Unternehmenssteuern.

Die bei der SLM AG vor der Übernahme durch die Nikon AM. AG bestehenden und danach weiter entstehenden steuerlichen Verlustvorträge wurden sachgerecht bei der Ableitung des Steueraufwands der SLM AG berücksichtigt.

EAT

Die Entwicklung des Ergebnisses nach Zinsen und Steuern (EAT) folgt der Entwicklung des EBIT und steigt im Planungszeitraum von anfänglich noch negativen 2.218 TEUR auf 75.902 TEUR in 2027 an.

Synergien

In der operativen Unternehmensplanung der SLM AG sind - bis auf den Entfall von Beratungskosten insbesondere im Kapitalmarktrecht, die in der Vergangenheit für die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital angefallen sind - keine expliziten Synergien aufgrund der Übernahme durch die Nikon AM. AG enthalten. Die Planungsrechnung berücksichtigt aber bereits Fremdkapitalfinanzierungen, die der SLM AG durch die Nikon AM. AG zur Verfügung gestellt werden.

Die Nikon AM. AG bzw. die Nikon Corporation und die SLM AG haben nach Aussage des Managements der Nikon Corporation („Nikon“) und der SLM AG sich ergänzende Produktportfolien und bedienen unterschiedliche Märkte, die mittelfristig keine Kostensynergien erwarten lassen. Die Übernahme der SLM AG war für Nikon ein strategischer Schritt zur Verwirklichung von Nikons Initiative in der Wertschöpfungskette der digitalen Fertigung, in der das Pulverbett-Laserdruckverfahren, für die die SLM AG Lösungen anbietet, ein wichtiger Bestandteil ist. Nikon und die SLM AG streben an, durch technologischen Austausch in den Bereichen der Opto-Mechatronik, der Messtechnik, der Präzisionsausrüstung und der Systemintegration dazu beizutragen, das Risiko für die Produkt- und Technologie-Entwicklung von der SLM AG zu verringern und die Entwicklung von Funktionen zu beschleunigen, die die SLM AG ihren Kunden anbieten will. Schließlich kann die Erfahrung von Nikon mit dem globalen Support dazu beitragen, den Support der SLM AG vor Ort bei den Kunden zu verbessern.

Darüber hinaus wird erwartet, dass Nikon als stabile, weltweit anerkannte Marke den Kunden, die eine langfristige Partnerschaft mit der SLM AG anstreben, die Sicherheit gibt, dass ein Unternehmen wie Nikon hinter der SLM AG steht. Der wesentliche Effekt der Übernahme durch Nikon auf die SLM AG liegt demnach in einer Verbesserung der Ausgangsituation der SLM AG, ihre Mittelfristziele zu erreichen. Als Teil der Nikon Gruppe kann die SLM AG zu einem zuverlässigen, finanziell stabileren Geschäftspartner für Unternehmen werden, die dabei sind einen Teil ihrer Metallfertigung auf additive Fertigung umzustellen. Die erheblichen Risiken, die für große Fertigungsunternehmen mit der grundlegenden Umstellung ihrer

Metallfertigungsprozesse verbunden sind, erfordern gut kapitalisierte Partner mit fundiertem Fachwissen und Systemangeboten entlang ganzheitlicher Lösungen.

Insgesamt erscheint es plausibel, dass sich Synergien aus der Übernahme der SLM AG durch die Nikon AM. AG - implizit - weit überwiegend in einer Verbesserung der Ausgansposition in Bezug auf das Erreichen der in der Unternehmensplanung ausgedrückten Ziele auswirken werden.

Plausibilität der Unternehmensplanung

Angesichts der inhärenten Unsicherheit einer Unternehmensplanung ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5 und unsere Ausführungen in Abschnitt 4.3.1).

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen nachvollzogen. Auf Basis unserer Prüfungshandlungen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung gegeben.

Die Prüfung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung erfolgte auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der bereinigten Vergangenheitszahlen bzw. der historischen Entwicklung der SLM AG und der Erläuterungen und ergänzender Unterlagen des Managements.

Die Beurteilung der materiellen externen Plausibilität haben wir insbesondere auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen. Angesichts des Umstands, dass sich die SLM AG und deren Geschäftsmodell in einer Phase des Auf- und Ausbaus und des starken Marktwachstums befindet, waren die historische Entwicklung und die Vergangenheitszahlen nach unserer Einschätzung für die Analyse der Plausibilität der Planung nur von eingeschränkter Aussagekraft. Daher kam der Beurteilung der materiellen externen Plausibilität eine wesentliche Bedeutung zu.

Gegenstand der Untersuchung der externen Plausibilität ist insbesondere, ob die Annahmen der Planung konsistent zu den Ergebnissen der Markt- und Wettbewerbsanalyse auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen sind (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 28 - 35). Nach unserer Einschätzung steht die Planung im Einklang

mit den verfügbaren Informationen über die vergangene und erwartete Entwicklung der für die SLM AG bedeutsamen Absatz- und Beschaffungsmärkte, für die unsere Auswertung von Markt- und Branchenanalysen einen angemessenen Vergleichsmaßstab für die Beurteilung der Planungsannahmen bilden (vgl. unsere Ausführungen in Abschnitt 4.3.3). Dabei haben wir insbesondere in unsere Beurteilung einbezogen, dass die SLM AG mit einem Wachstum der Gesamtleistung von 30,3 % plant, das deutlich höher ausfällt, als dies die aus Studien abgeleiteten Markterwartungen für Additive Fertigungsverfahren mit Metallen als Ausgangsmaterial erwarten lassen, die durchschnittliche jährliche Wachstumsraten zwischen 20,8 % und 26,1 % für die Jahre 2022 bis 2027 prognostizieren. Neben einer Ausweitung des Marktanteils auf der Erlösseite zeigt sich in der geplanten Entwicklung der EBITDA- und EBIT-Margen eine deutliche Verbesserung der Profitabilität.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnen Erkenntnissen ist die Planung im Ergebnis sowohl in Bezug auf die materielle interne Plausibilität als auch auf die materielle externe Plausibilität plausibel und im Vergleich zu den Markterwartungen und der Wettbewerbssituation nicht ohne Ambition. Die SLM AG wird insoweit ihrem eigenen Anspruch als Technologie- und Innovationsführer gerecht.

Übergangsphase und Nachhaltiges Ergebnis / Terminal Value

Im Rahmen der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse folgt der Detailplanungsphase, hier die Planung der SLM AG für die Jahre 2023 bis 2027, i. d. R. die Phase der ewigen Rente / Terminal Value (TV), die nicht Gegenstand der Unternehmensplanung ist. Die ewige Rente spiegelt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand wider. Sie basiert somit auf einer langfristigen Fortschreibung von Trendentwicklungen. Dabei ist zyklischen Entwicklungen der Unternehmensergebnisse Rechnung zu tragen (z.B. Produktlebenszyklen und die Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfeldes). 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 (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54).

Ist ein Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht erreicht, kann es erforderlich sein, eine Übergangsphase zu planen. Bei der Planung der Übergangsphase hin zur Ermittlung der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Als wesentliche Kennzahlen sind hier die Umsatzrendite, EBITDA-Margen,

EBIT-Margen und die Eigenkapitalrendite heranzuziehen. Anhaltspunkte für nachhaltig erzielbare Renditen können sich insbesondere aus Branchenkennzahlen ergeben (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57).

Im vorliegenden Fall zeigen die verfügbaren Marktstudien, dass auch nach dem Jahr 2027 ein weiteres überdurchschnittliches Marktwachstum erwartet wird (vgl. unsere Ausführungen in Abschnitt 4.3.3 dieses Prüfungsberichts), wobei die Gesamtschau für den Bereich der Additiven Fertigung mit Metallen den Schluss zulässt, dass das Wachstum nach dem Jahr 2028 an Dynamik verliert und die absoluten Wachstumsraten sinken. Dies entspricht auch den Erwartungen des Managements der SLM AG, das in einem Zeitraum bis etwa 2034 von sinkenden spezifischen Umsatzwachstumsraten der SLM AG ausgeht, wobei die Umsatzentwicklung bei einem hohen Absatzniveau aufgrund des intensiveren Wettbewerbs durch Konkurrenten und alternative Technologien von sinkenden spezifischen Absatzpreisen beeinflusst wird. Zudem wird erwartet, dass sich die Situation des Geschäftsfelds und der Anlagen der SLM AG aus der Aufbau- und Wachstumsphase hin zur Reifephase entwickelt, in der die Weiterentwicklung der Anlagen nicht mehr durch Sprünge (bei der Anzahl eingesetzter Laser und der Vergrößerung der Baukammer wie z.B. bei der NXG II) sondern durch graduelle Optimierung geprägt sein wird. Zudem wird erwartet, dass die Anwendung der Anlagen im industriellen Umfeld deutlich zunimmt. Dies deckt sich mit den Ergebnissen des AMPOWER Reports 2023, nach denen sich die Produktion von Prototypen oder Teilen für Forschung und Entwicklung im Jahr 2027 gegenüber deren Anteil im Jahr 2022 deutlich reduziert.

Damit geht die Erwartung einher, dass sich die Entwicklung der Ergebnismargen für EBITDA und EBIT in die Richtung entsprechender Kennzahlen etablierter Werkzeugmaschinenhersteller bewegt. Auf dieser Basis hat der Bewertungsgutachter Ebner Stolz zur Überleitung in die Phase der ewigen Rente eine Übergangsphase geplant, in der er diese Erwartung, die sich mit unseren Erkenntnissen deckt (vgl. Ausführungen in Abschnitt 4.3.3), hat einfließen lassen.

Die Ergebnisse der SLM AG entwickeln demnach sich ausgehend vom letzten Detailplanungsjahr 2027 während der Übergangsphase der Jahre 2028 bis 2034 bis zur Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2035 ff. wie folgt:

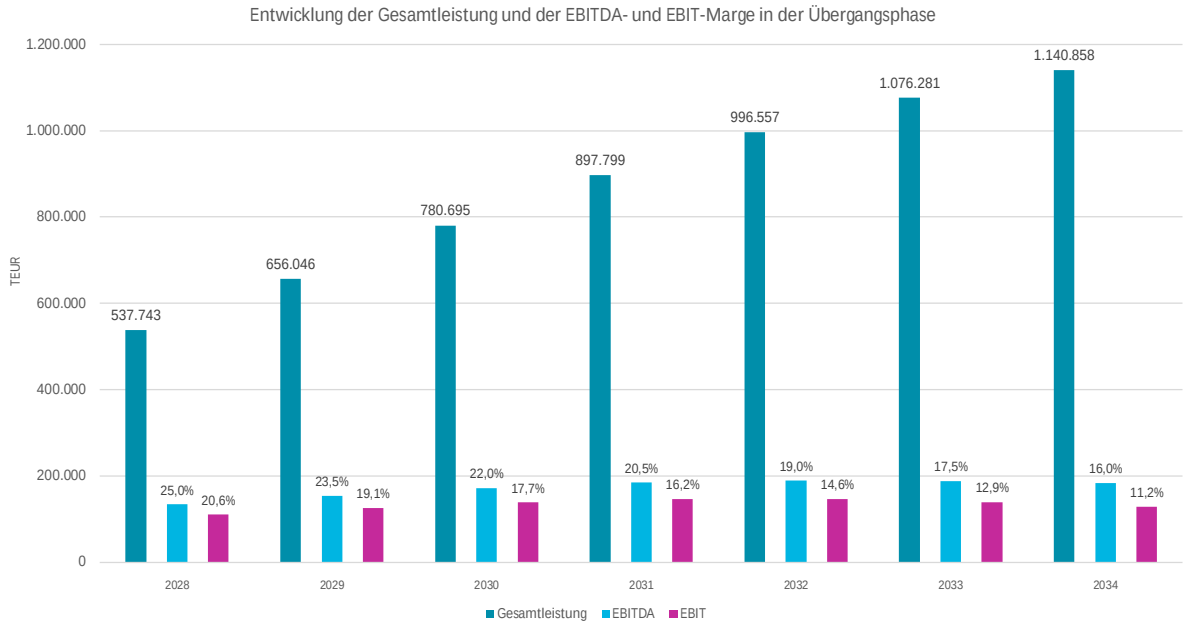
Gewinn- und Verlustrechnung (TEUR)	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 Plan	2031 Plan	2032 Plan	2033 Plan	2034 Plan	TV
Umsatzerlöse	430.194	537.743	656.046	780.695	897.799	996.557	1.076.281	1.140.858	1.152.267
Wachstum ggü. Vorjahr	*27,4%*	*25,0%*	*22,0%*	*19,0%*	*15,0%*	*11,0%*	*8,0%*	*6,0%*	*1,0%*
Bestandsveränderungen	11.553								
Aktivierte Eigenleistungen	18.606								
Gesamtleistung	460.354								
Wachstum ggü. Vorjahr	*26,9%*								
Materialaufwand	-205.883								
Materialaufwandsquote (% Gesamtleistung)	*-44,7%*								
Wachstum ggü. Vorjahr	*28,1%*								
Rohertrag	254.471								
Rohertragsmarge (% Gesamtleistung)	*55,3%*								
Wachstum ggü. Vorjahr	*25,9%*								
Sonstige betriebliche Erträge	0								
s.b.E.-Quote (% Gesamtleistung)	*0,0%*								
Personalaufwand	-104.603								
Personalaufwandsquote (% Gesamtleistung)	*-22,7%*								
Wachstum ggü. Vorjahr	*15,0%*								
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-39.742								
s.b.A.-Quote (% Gesamtleistung)	*-8,6%*								
Wachstum ggü. Vorjahr	*10,0%*								
EBITDA	110.126	134.436	154.171	171.753	184.049	189.346	188.349	182.537	184.363
EBITDA-Marge (% Gesamtleistung)	*23,9%*	*25,0%*	*23,5%*	*22,0%*	*20,5%*	*19,0%*	*17,5%*	*16,0%*	*16,0%*
EBITDA-Marge (% Umsatzerlöse)	*25,6%*	*25,0%*	*23,5%*	*22,0%*	*20,5%*	*19,0%*	*17,5%*	*16,0%*	*16,0%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*46,7%*	*22,1%*	*14,7%*	*11,4%*	*7,2%*	*2,9%*	*-0,5%*	*-3,1%*	*1,0%*
Abschreibungen	-18.709	-23.788	-28.672	-33.608	-38.251	-43.488	-49.256	-54.707	-38.859
Abschreibungsquote	*-4,1%*	*-4,4%*	*-4,4%*	*-4,3%*	*-4,3%*	*-4,4%*	*-4,6%*	*-4,8%*	*-3,4%*
EBIT	91.418	110.648	125.499	138.144	145.798	145.858	139.093	127.830	145.504
EBIT-Marge (% Gesamtleistung)	*19,9%*	*20,6%*	*19,1%*	*17,7%*	*16,2%*	*14,6%*	*12,9%*	*11,2%*	*12,6%*
EBIT-Marge (% Umsatzerlöse)	*21,3%*	*20,6%*	*19,1%*	*17,7%*	*16,2%*	*14,6%*	*12,9%*	*11,2%*	*12,6%*
Wachstum ggü. Vorjahr	*53,8%*	*21,0%*	*13,4%*	*10,1%*	*5,5%*	*0,0%*	*-4,6%*	*-8,1%*	*13,8%*
Zinsergebnis	-447	-479	-1.252	-1.640	-1.662	-1.609	-1.364	-890	-615
EBT	90.970	110.169	124.246	136.504	144.136	144.249	137.729	126.941	144.889
EBT-Marge (% Gesamtleistung)	*19,8%*	*20,5%*	*18,9%*	*17,5%*	*16,1%*	*14,5%*	*12,8%*	*11,1%*	*12,6%*
Unternehmensteuern	-15.068	-18.274	-21.244	-38.276	-40.934	-40.964	-39.105	-36.027	-40.858
in % von EBT	*-16,6%*	*-16,6%*	*-17,1%*	*-28,0%*	*-28,4%*	*-28,4%*	*-28,4%*	*-28,4%*	*-28,2%*
EAT	75.902	91.894	103.002	98.228	103.202	103.285	98.624	90.914	104.031
Umsatzrendite (% Gesamtleistung)	*16,5%*	*17,1%*	*15,7%*	*12,6%*	*11,5%*	*10,4%*	*9,2%*	*8,0%*	*9,0%*

Das jährliche Wachstum der Umsatzerlöse geht im Verlauf des Übergangszeitraums der Jahre 2028 bis 2034 sukzessive von 25,0 % im Jahr 2028 auf 6,0 % im Jahr 2034 zurück. Dabei liegt die Annahme, dass der Rückgang der Wachstumsraten bereits ab dem Jahr 2028 einsetzt und in den Jahren 2028 bis 2030 um 7,9 %-Punkte sinkt, im Einklang mit der Tendenz der Prognosen verfügbarer Marktstudien für die Zeiträume 2023 bis 2027 und 2023 bis 2030, die für den längeren Zeitraum von einem geringeren durchschnittlichen Wachstum (CAGR) gegenüber dem kürzeren Zeitraum von im Mittel ca. -7,4 %-Punkten ausgehen:

Marktstudie	Datum	Zeitraum	Produktionsverfahren	Fertigungsstoffe	CAGR
Market Watch, Inc.	Apr 23	2023 - 2030	Selective laser melting	Metall	13,9%
Precedence Research	Jun 22	2022 - 2030	AM	Metall	18,2%
technavio	Jan 23	2022 - 2027	AM	Metall	20,8%
AMPOWER	Mrz 23	2023 - 2027	AM	Metall	26,1%
Mittelwert					19,8%
Mittelwert bis 2030					*16,1%*
Mittelwert bis 2027					*23,5%*
Differenz					*-7,4%*

Im sich daran anschließenden Zeitraum von 2031 bis 2034 gehen die jährlichen Wachstumsraten von 15,0 % im Jahr 2031 bis auf 6,0 % im Jahr 2034 zurück. Dabei entspricht die Wachstumsrate der Umsatzerlöse von 6,0 % im Jahr 2034 in etwa den historischen Wachstumsraten der Jahre 2013 bis 2022 (6,3 %) und den prognostizierten Wachstumserwartungen der Unternehmen der Peer Group der Werkzeugmaschinenhersteller für die Jahre 2023 bis 2025 (5,1 %).

Auch der Verlauf der Wachstumsentwicklung bis zum Jahr 2034 erscheint in der Gesamtschau nicht unplausibel. Die Umsatzerlöse wachsen absolut von 460.354 TEUR im Jahr 2027 um 680.505 TEUR oder 148 % auf 1.140.858 TEUR im Jahr 2034. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 19,9 %.



Die Entwicklung der EBITDA- und EBIT-Margen im Übergangszeitraum der Jahre 2028 bis 2034 folgt der in der Entwicklung der Umsatzerlöse zum Ausdruck kommenden Konvergenz in Richtung eines etablierten Marktes. Die EBITDA-Marge steigt im Jahr 2028 noch einmal auf 25,0 % an und geht dann sukzessive auf 16,0 % im Jahr 2034 zurück. Die geplante EBITDA-Marge des Jahres 2034 liegt innerhalb der Bandbreite der entsprechenden Kennzahlen der Peer Group-Unternehmen der Werkzeugmaschinenhersteller, für die im Mittel der Jahre 2023 bis 2025 eine EBITDA-Marge von 15,6 % erwartet wird (vgl. unsere Ausführungen in Abschnitt 4.3.3 auf Seite 48).

Die EBIT-Marge entwickelt sich korrespondierend von 19,9 % im Jahr 2027 über 20,9 % im Jahr 2028 auf 11,2 % im Jahr 2034. Auch die geplante EBIT-Marge für das Jahr 2034 liegt in der Bandbreite der Peer Group der Werkzeugmaschinenhersteller, der Mittelwert der prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2023 bis 2025 liegt hier bei 10,8 %.

Damit ist die Planung der Übergangsphase zwischen der Detailplanungsphase der SLM AG für die Jahre 2023 bis 2027 und dem Eintritt in eine ewige Rente nach dem letzten Jahr der Übergangsphase auf der Grundlage unserer Analysen insgesamt plausibel und vorliegend für die die Zwecke der Ermittlung des Ertragswerts sachgerecht.

Beurteilung der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

Das nachhaltige Ergebnis wurde auf Basis des Jahres 2034, dem letzten Jahr der Übergangsphase abgeleitet, das methodisch als Normjahr für die ewige Rente modelliert wurde. Unter Berücksichtigung der Analysen zur Plausibilität der Planung der Übergangsphase ist das EBITDA des Jahres 2034 nach unserer Einschätzung als Grundlage für eine ewige Rente geeignet. Das EBITDA des Jahres 2034 wurde mit der allgemeinen Wachstumsrate von 1,0 % (vgl. Abschnitt 4.6.4) fortgeschrieben.

Im Rahmen der Ableitung der ewigen Rente aus den Ergebnissen des Jahres 2034 wurden die zur Erhaltung des nachhaltigen Umsatzniveaus erforderlichen nachhaltigen Investitionen angesetzt und die dazu korrespondierenden nachhaltigen Abschreibungen abgeleitet. Der Steuervorteil, der aus den nach Ende des Jahres 2034 über das nachhaltige Niveau hinausgehenden Abschreibungen entsteht, ist als Annuität im Rahmen der Ableitung des nachhaltigen Unternehmenssteueraufwands berücksichtigt worden. Daher liegt die nachhaltige Steuerquote im TV um 0,2 %-Punkte unterhalb der Steuerquote des Jahres 2034.

4.6. Kapitalisierungszinssatz

4.6.1. Grundlagen

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Als Kapitalisierungszinsfuß ist die Rendite einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage anzusetzen. Er muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i. d. F. 2008 ist von der Annahme auszugehen, dass zukünftige Risiken von den Marktteilnehmern stärker als zukünftige Chancen gewichtet werden (Risikoaversion). Diese Risikoaversion kann konzeptionell durch einen Abschlag auf die erwarteten finanziellen Überschüsse (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar. Die in der Praxis üblicherweise angewandte Risikozuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie auf empirisch beobachtbarem Verhalten basiert und damit eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung des Risikos erlaubt.

Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Form eines Aktienportfolios in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Die Risikoprämie lässt sich unter den Modellannahmen des CAPM weiter in die Bestandteile der allgemeinen Marktrisikoprämie und in den das spezifische systematische Risiko des zu bewertenden Unternehmens abbildenden Betafaktor aufteilen.

Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form von stetig wachsenden finanziellen Überschüssen wird der Kapitalisierungszinssatz in der Phase der ewigen Rente um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

Die Aktienrenditen und damit auch die Risikoprämien sind grundsätzlich durch die Ertragsteuern beeinflusst. Eine Erklärung der empirisch messbaren Aktienrenditen kann durch das Tax-CAPM erreicht werden. Das Tax-CAPM erweitert das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern.

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes durch den Bewertungsgutachter ist gemäß diesen grundsätzlichen Überlegungen erfolgt. Wir haben die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes auf Basis der Einzelkomponenten nach den folgenden Grundsätzen geprüft.

4.6.2. Basiszinssatz

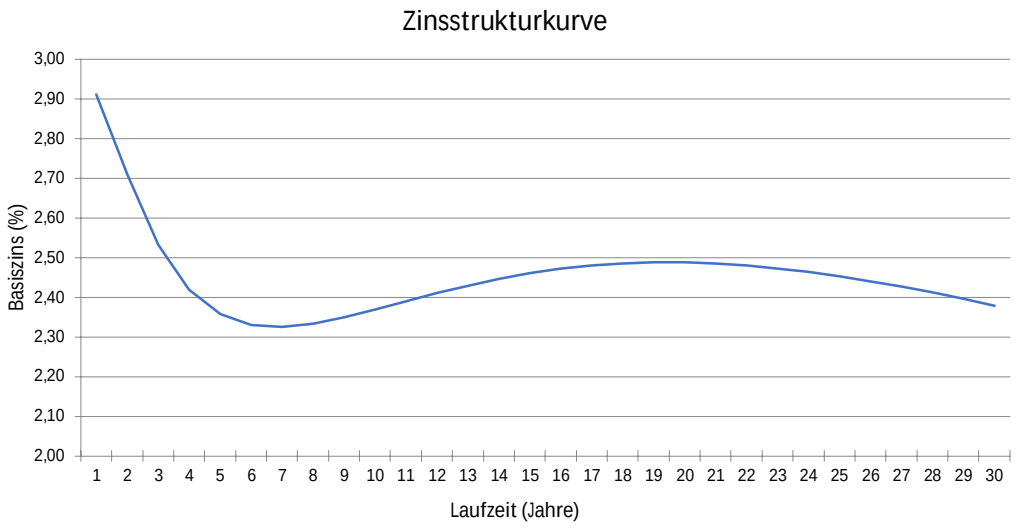
Die Bemessung des Basiszinssatzes zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Für die konkrete Bestimmung des Basiszinssatzes kann von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ausgegangen werden.

Der Bewertungsgutachter hat für den Detailplanungszeitraum und das nachhaltige Ergebnis einen einheitlichen Basiszinssatz von 2,50 % p.a. vor persönlicher Einkommensteuer angesetzt, den er auf Basis von veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ermittelt hat. Wir haben den Basiszinssatz anhand der Zinsstrukturkurven unter Zugrundelegung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Parameter überprüft. Der verwendete Zinssatz von 2,50 % ist nach unserer Auffassung eine angemessene Schätzgröße für das zukünftige Zinsniveau einer risikofreien Kapitalanlage. Die Methodik der Ableitung des risikolosen Basiszinssatzes aus den Zinsstrukturkurven anhand der Bundesbankparameter gewährleistet gegenüber der Bestimmung des Basiszinssatzes aus den durchschnittlichen Renditen festverzinslicher Wertpapiere aus der Vergangenheit in höherem Maße die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz sowie die erforderliche Zukunftsbezogenheit der Bestimmung des Basiszinssatzes. Aus diesem Grund ist die angewendete Methodik als vorzugswürdig zu erachten.

Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Dies führt im Rahmen der Unternehmensbewertung allerdings zu der praktischen Schwierigkeit, dass in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und den angenommenen Wachstumsraten für die daran anschließende Phase der so genannten ewigen Rente jeweils finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz neu aus der Zinsstrukturkurve zu berechnen ist. Aus Praktikabilitätsgründen kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, das heißt beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden.

Die Ermittlung des Basiszinssatzes von 2,50 % p.a. erfolgte zum Abschluss der gutachtlichen Tätigkeit von Ebner Stolz per 30. Mai 2023. Gemäß den Empfehlungen des IDW wurde der Drei-Monats-Durchschnitt der nach der Svensson-Methode berechneten Zinssätze vor diesem Stichtag berechnet.

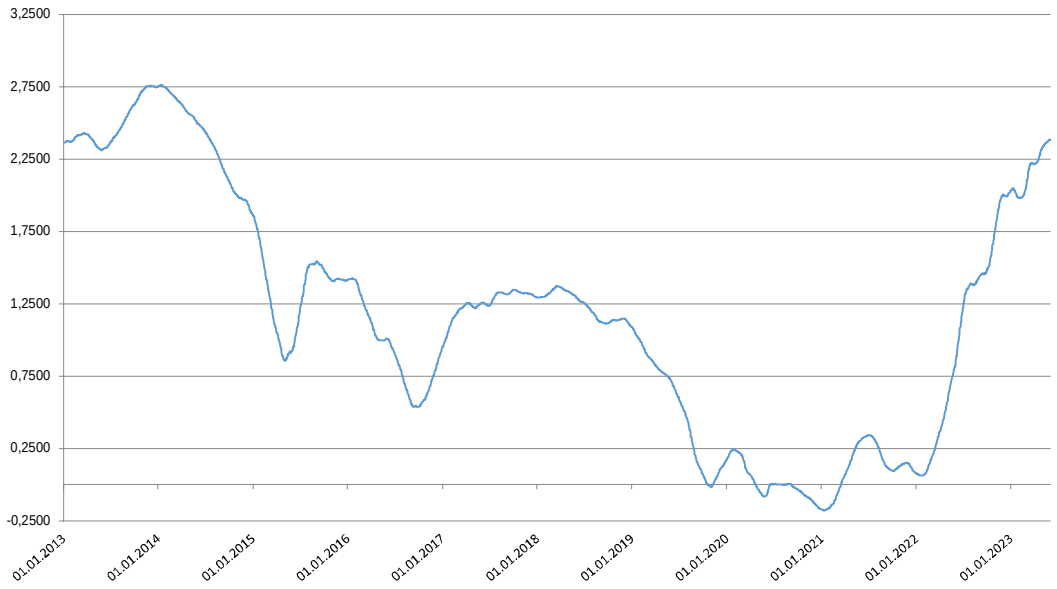
Die sich auf Basis der Bundesbankparameter ergebende Zinsstrukturkurve hat unter Berücksichtigung der Hinweise des FAUB zur Bestimmung des Basiszinssatzes zum Abschluss unserer Prüfungstätigkeit den folgenden Verlauf:



Quelle: Deutsche Bundesbank, PKF-Analyse

Daraus ergibt sich rechnerisch ein barwertäquivalenter Basiszins in Höhe von gerundet 2,50 %.

Seit Anfang 2022 sind ansteigende Basiszinssätze zu beobachten, die mit ebenfalls gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien einhergingen (vgl. Ausführungen zur Marktrisikoprämie):



Zur Herstellung der Steueräquivalenz zwischen der Alternativanlage und dem zu bewertenden Unternehmen ist der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern überzuleiten. Unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf Zinseinkünfte (Abgeltungssteuer 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag auf die Abgeltungssteuer von 5,5 %) ist der Basiszinssatz von 2,50 % insgesamt um einen Steuersatz von 26,375 % zu kürzen. Danach ergibt sich ein Basiszins nach persönlichen Steuern von 1,84 %.

4.6.3. Risikozuschlag

Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Der Ansatz des Risikozuschlags folgt der in Theorie und Praxis übereinstimmend anerkannten Gewissheit, dass Marktteilnehmer bei einer Anlage in Unternehmensanteile zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen. Diese Risikoaversion wird in der Bewertungspraxis durch einen Zuschlag auf den risikolosen Basiszins berücksichtigt.

Zur Ableitung der Risikoprämie bei der objektivierten Unternehmensbewertung ist nicht auf die subjektive Risikoeinschätzung Einzelner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Die für die Investition in Aktien zu zahlende Risikoprämie kann mit Hilfe von Preisbildungsmodellen am Kapitalmarkt (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden (vgl. Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel, Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1, WPg 2004, S. 889, S. 893).

Die Aktienrenditen und damit auch die Risikoprämien sind grundsätzlich durch die Ertragsteuern beeinflusst. Eine Erklärung der empirisch messbaren Aktienrenditen kann durch das Tax-CAPM erreicht werden. Das Tax-CAPM erweitert das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern. Der Risikozuschlag ist dabei aus zwei separaten Faktoren, aus der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor, abzuleiten.

4.6.3.1. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie ist gemäß den Modellannahmen des CAPM die Differenz der Rendite des Markt- bzw. Aktienportfolios (= Markt- bzw. Aktienrendite oder auch Gesamtrendite) und

des risikolosen Zinssatzes. Die Marktrisikoprämie ist somit eine Residualgröße, die nur indirekt an den Finanz- und Kapitalmärkten durch Beobachtung von Aktienrenditen und Zinsentwicklungen erhoben werden kann.

Zur Bestimmung der allgemeinen Marktrisikoprämie hat es verschiedene wissenschaftliche Studien gegeben, die auf Basis von Kapitalmarktdaten die historischen Prämien von Aktien im Vergleich zu risikolosen Anleihepapieren untersucht haben. Je nach untersuchtem Zeitraum, Mittelwertbildung, persönlicher Steuerbelastung und regionaler Zuordnung gelangen diese Studien zu Marktrisikoprämien zwischen rd. 3,0 % und rd. 7,0 % (vgl. beispielhaft Stehle „Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften“, WPg 2004, S. 906 ff.; Dimson/Marsh/Staunton, The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, Working Paper London Business School, 2006; Dimson/Marsh/ Staunton, Equity Premia Around the World, Working Paper London Business School, 2011).

Die Kapitalmarktsituation war lange geprägt durch die Entwicklungen, wie sie sich infolge der weltweiten Finanzkrise und der Euro-Staatsschuldenkrise ergaben. Seit Anfang des Jahres 2022 sind die Kapital- und Finanzmärkte geprägt von den Auswirkungen des Ukrainekriegs, der Energiekrise und einer erhöhten Inflation. In Anbetracht der Bedeutung von aktuellen Kapitalmarktsituationen ist es methodisch nicht mehr vertretbar, die Marktrisikoprämie allein auf Basis historischer Daten abzuleiten, ohne dabei die Sondersituation des gegenwärtigen Marktumfelds zu berücksichtigen. Insbesondere aktuelle Untersuchungen zu Aktienrenditen und zukunftsorientierte ex-ante-Modelle können dabei im Rahmen eines pluralistischen Ansatzes ergänzend zu einer allein aus historischen Daten folgenden Bandbreitenanalyse Berücksichtigung finden.

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW analysiert regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des Tax-CAPM. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hatte zuletzt am 22. Oktober 2019 in seiner 136. Sitzung seine Empfehlungen zum Ansatz der Marktrisikoprämie bei Unternehmensbewertungen angehoben. Diese Einschätzung basiert auf beobachteten Gesamtrenditen und daraus unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelten impliziten Kapitalkosten. Der FAUB empfiehlt seitdem, die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in einer Bandbreite zwischen 6,0 % bis 8,0 % und die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite zwischen 5,0 % bis 6,5 % anzusetzen.

Aus der aktuellen Entwicklung des risikolosen Basiszinssatzes und der impliziten Gesamtrenditen ergeben sich im zeitlichen Verlauf derzeit tendenziell gesunkene implizite Marktrisikoprämien. Gleichwohl hat der FAUB in seiner 165. Sitzung vom 26. April 2023 an seiner bisherigen Bandbreitenempfehlung festgehalten.

Ebner Stolz hat bei der Bewertung der SLM AG eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 % angesetzt. Diese Marktrisikoprämie liegt damit in der Mitte der vom FAUB nach wie vor empfohlenen Bandbreite.

Wir haben untersucht, ob das Festhalten an der vom FAUB empfohlenen Bandbreite und die daraus nach dem Mittelwert bemessene Marktrisikoprämie bei einem Anstieg des Basiszinssatzes auf 2,50 % noch als sachgerecht anzusehen ist.

Der FAUB weist darauf hin, dass seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten waren und dass dies allerdings mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der ex-ante-Methode einherging (vgl. FAUB, Sitzungsbericht über die 165. Sitzung vom 26. April 2023). Nach Auffassung des FAUB sind zwar seit November 2022 tendenziell rückläufige implizite Gesamtrenditen zu beobachten, während die Basiszinssätze weiter angestiegen sind. Daraus resultieren tendenziell gesunkene Marktrisikoprämien, die aber nach Ansicht des FAUB immer noch innerhalb der Bandbreitenempfehlung liegen. Insgesamt sieht der FAUB derzeit in der Gesamtschau noch keinen Handlungsbedarf, die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie anzupassen. Der FAUB hält es demnach weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämien an einer Bandbreite von 6 % bis 8 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5 % bis 6,5 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren (vgl. FAUB, ebd.).

Aus den Ausführungen des FAUB ist zu entnehmen, dass sich derzeit noch keine eindeutige, nachhaltige Tendenz über die Entwicklung von impliziten Gesamtrenditen und impliziten Marktrisikoprämien abzeichnet. Wir können derzeit keine Gründe dafür erkennen, dass die vom FAUB empfohlene Bandbreite nicht sachgerecht ist. Daher halten wir die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie von 5,75 %, die sich am Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite für die Nachsteuer-Marktrisikoprämie orientiert, für sachgerecht.

Wir haben in Abschnitt 7 dieses Prüfungsberichts die Auswirkungen einer Variation verschiedener Bewertungsparameter auf den Wert je Aktie der SLM AG untersucht. Dabei haben wir auch untersucht, wie sich der Wert je Aktie bei einem Ansatz der Marktrisikoprämie in einer geringeren Höhe verändert (vgl. Ausführungen in Abschnitt 7).

4.6.3.2. Betafaktor

Zur Ableitung des unternehmensspezifischen Risikozuschlags ist die durchschnittliche Marktrisikoprämie im Hinblick auf die besondere Risikostruktur des Bewertungsobjekts anzupassen. Diese Anpassung an das unternehmens- und branchenspezifische Risiko erfolgt entsprechend der Bewertungsgleichung des Marktmodells mittels des sogenannten Betafaktors, der das bewertungsrelevante systematische Risiko des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt angibt.

Zur Bestimmung des künftig erwarteten Betafaktors kann bei börsennotierten Unternehmen grundsätzlich auf den eigenen am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktor zurückgegriffen werden, sofern dieser für die Prognose des systematischen Risikos des Unternehmens geeignet ist. Darüber hinaus können Betafaktoren einer sogenannten Peer Group herangezogen werden (vgl. dazu OLG Frankfurt v. 30. August 2012, Az. 21 W 14/11, Tz. 72 (juris)).

Raw Beta oder Adjusted Beta

Im Rahmen der Ableitung des Risikozuschlags sind in der Praxis der Unternehmensbewertung sowohl adjusted- als auch raw-Betafaktoren ähnlich verbreitet und werden regelmäßig verwendet. Die Bewertungspraxis zeigt, dass keine dieser methodischen Ableitungen überwiegt; auch Finanzdienstleister informieren standardmäßig über beide Werte. Die Methode der Anpassung von historischen Betafaktoren zu Prognosezwecken ist empirisch abgeleitet (vgl. Blume, Betas and Their Regression Tendencies, The Journal of Finance 1975, S. 785-795; Timmreck, Finanzbetrieb 2002, S. 300, 304). Die Rechtsprechung zur Anwendbarkeit der beiden Methoden ist nicht einheitlich (keine Bevorzugung oder Ablehnung einer Methode: vgl. OLG Stuttgart v. 17. März 2010, 20 W 9/08, Tz. 178 (juris); OLG München v. 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, Tz. 23 f.; Ablehnung von adjusted-Betafaktoren: OLG Frankfurt v. 18. Dezember 2014, 21 W 34/12). Konzeptionell berücksichtigt die Adjustierung des raw beta die aus den empirischen Studien gewonnene Erkenntnis, dass Betafaktoren langfristig gegen den Marktdurchschnitt von 1 tendieren. Die Anpassung des raw beta nach „Blume“ erfolgt durch die Gewichtung mit 2/3 raw beta zuzüglich 1/3 Marktdurchschnitt von Eins. Im Rahmen der Bewertung der SLM AG wurden vom Bewertungsgutachter sowohl raw-Betafaktoren als auch adjusted-Betafaktoren analysiert.

Vergleich der Rendite-Intervalle

Im Rahmen der Festlegung des Intervalls der Betaberechnung ist zwischen statistischen Signifikanzkriterien einerseits und der Aktualität der Eingangsdaten andererseits abzuwägen. Während ein größerer Stichprobenumfang und ein längerer Betrachtungszeitraum für größere statistische Aussagefähigkeit sprechen, birgt ein kürzerer Zeitraum den Vorteil größerer Aktualität. In der Praxis werden regelmäßig Zeiträume von fünf Jahren mit monatlichen Renditen (d.h. rd. 60 Datenpunkte) und von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditen (d.h. rd. 104 Datenpunkte) verwendet.

Zu Gunsten des fünfjährigen Intervalls spricht theoretisch, dass die Verlängerung des Rendite-Intervalls die Verzerrung der Beta-Schätzung durch den sog. Intervalling-Effekt verringern kann (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten, 1997, S. 99 ff.). Für das zweijährige Intervall sprechen dagegen der größere Stichprobenumfang und die größere Aktualität zum Bewertungsstichtag.

Statistische Signifikanz

Der Betafaktor wird mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten abgeleitet. Der Bewertungsgutachter hat dabei auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. zurückgegriffen. In unseren ergänzenden Untersuchungen haben wir Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ herangezogen. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite auf die Rendite des Aktienindex.

Der Betafaktor wird aus der Steigung einer Regressionsgeraden durch eine sog. „Punktwolke“ aus Renditepaaren von Aktienrenditen und Marktrenditen errechnet. Dabei ist der Betafaktor aus genau der Steigung bestimmt, bei der sich die geringsten Abstände der Punkte von dieser Regressionsgeraden ergeben.

Ergänzend zur rechnerischen Ermittlung der Steigung der Regressionsgeraden ist auch die Aussagekraft der Regressionsanalyse zu untersuchen. Zur Beurteilung der Güte einer Regression kommen als statistische Maße im Wesentlichen das Bestimmtheitsmaß (R^2) und der so genannte T-Test zur Anwendung. Daneben treten Kriterien wie die Liquidität des Handels und der Preisbildung der untersuchten Aktien.

Das Bestimmtheitsmaß (R^2) ist ein Indikator für die statistische Aussagefähigkeit der Regressionsgleichung. Es gibt an, welcher Anteil der Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird. Im Modellfall des CAPM ist nur das systematische Risiko bewertungsrelevant, so dass dort bei einem R^2 von 1 alle Beobachtungspunkte (d.h. die Renditepaare der Aktie und des Marktportfolios) auf einer Geraden liegen, die mit der Regressionsgeraden übereinstimmt.

Ein in der Praxis zu beobachtender Wert für R^2 unter 1 bedeutet, dass ein bestimmter Anteil der in der Stichprobe beobachteten Aktienkursentwicklung nicht durch die Einflüsse des Marktes, sondern durch andere Einflussfaktoren erklärbar ist (vgl. Dörschell/Franken/ Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 177). Generell gibt es keine eindeutige Untergrenze für eine ausreichende statistische Signifikanz.

In der Rechtsprechung wurde in Bezug auf das Bestimmtheitsmaß R^2 entschieden, dass Werte, die sehr nahe bei Null liegen, keine ausreichende Signifikanz mehr aufweisen (vgl. OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 247 (juris) für R^2 von 0,051 bzw. 0,054; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 77 (juris) für ein R^2 von 0,02). Selbst bei Werten von 0,07 bzw. 0,11 wird die statistische Güte teilweise als zu gering erachtet (vgl. OLG Stuttgart, 22. September 2009, AG 2010, S. 42, 45).

Mit dem T-Test wird der statistische Zusammenhang zwischen der Rendite der Aktien und der des Aktienindex mit einer ausreichenden Konfidenzwahrscheinlichkeit (i.d.R. zwischen 95 % oder 99 %) untersucht. Überschreitet der T-Wert einen kritischen Wert, wird mit einer ausreichenden Wahrscheinlichkeit von einem statistisch gesicherten Zusammenhang ausgegangen.

Aussagekraft des Betafaktoren aufgrund von Liquiditätskennzahlen

Im Rahmen einer Analyse der Aussagekraft eines Betafaktors wird neben der statistischen Signifikanz auch die Liquidität der Aktie in die Überlegungen einbezogen. Dahinter steht der Gedanke, dass Aktien mit einer höheren Liquidität schneller und präziser auf systematische Risiken reagieren. Liquiditätsmaße können demnach anzeigen, ob die aus den Kursverläufen ermittelten Betafaktoren der Aktien für eine Prognose des zukünftigen systematischen Risikos geeignet sind. Als Liquiditätsmaße werden insbesondere die Geld-Brief-Spanne oder

das Handelsvolumen herangezogen; dabei sind sowohl die Parameter als auch die Schwellenwerte für ein ausreichendes Liquiditätsmaß einer Aktie soweit ersichtlich in Theorie und Praxis nicht eindeutig definiert.

Die Rechtsprechung stellt für eine nicht ausreichende Liquidität auf die Geld-Brief-Spanne und dafür auf Schwellenwerte ab rd. 1,00 % bis 1,25 % bis über 4,26 % ab (vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 66 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 15; OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 141 (BeckRS); OLG Frankfurt, 13. Januar 2023, 21 W 150/21, Beschlusstext S. 35; OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 69 (BeckRS)) OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 49 (BeckRS)); LG Hamburg, 23. Februar 2016, 403 HKO 152/14, S. 12 (BeckRS)). Oberhalb dieser Schwellenwerte verlieren nach der Rechtsprechung auch statistisch signifikante Betafaktoren regelmäßig ihre Prognosefähigkeit für die Ableitung eines unverzerrten Betafaktors für die Schätzung des zukünftigen systematischen Risikos.

Eine Einschränkung der Liquidität einer Aktie und damit einhergehend eine Einschränkung der Aussagekraft eines Betafaktors ist u. E. dann gegeben, wenn sich die Liquiditätsmaße einer Aktie deutlich oberhalb eines Mittelwerts von gehandelten Aktien, z.B. aller CDAX-Unternehmen liegt.

Betafaktor der SLM AG

Da die SLM AG selbst börsennotiert ist, haben wir untersucht, ob der eigene Betafaktor der SLM AG eine geeignete Schätzgröße für das künftige systematische Risiko darstellt. Die Ableitung der Betafaktoren der SLM AG erfolgte über einen Fünf-Jahreszeitraum auf Basis von monatlichen Renditen und über einen Zwei-Jahreszeitraum auf Basis von wöchentlichen Renditen. Als Referenzindex sind der CDAX-Index sowie der MSCI ACWI-Index herangezogen worden. Zudem wurde untersucht, ob die ermittelten Betafaktoren in Bezug auf die statistische Signifikanz (R^2 und T-Test) sowie auf bestimmte Liquiditätskennzahlen (Anzahl der Handelstage, Handelsvolumen sowie Spanne zwischen Angebots- und Nachfragekurs / bid-ask-Spread) valide Werte aufweisen.

Im Rahmen der Untersuchung des unternehmenseigenen Betafaktors ist es analog zur Analyse des Börsenkurses (vgl. Abschnitt 6 dieses Prüfungsberichts) nach herrschender Meinung sachgerecht, den Betrachtungszeitraum für die Ermittlung des originären Betafaktors

vor dem Tag der Bekanntmachung der Maßnahme (Bekanntgabe des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs am 10. Februar 2023) enden zu lassen (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.98; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris).

Nach unseren Untersuchungen liegt der unverschuldete Betafaktor der SLM AG je nach Periodizität (zwei Jahre mit wöchentlichen Renditen bzw. fünf Jahre mit monatlichen Renditen) und Index (lokal bzw. weltweit) in den Betrachtungszeiträumen vor dem 10. Februar 2023 zwischen 0,76 und 1,38:

Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
5 Jahre monatlich			
CDAX	1,17	0,16	1,11
MSCI ACWI	1,48	0,16	1,38
2 Jahre wöchentlich			
CDAX	0,91	0,14	0,90
MSCI ACWI	0,75	0,14	0,76

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse

Mit Blick auf den Börsenkursverlauf sowie unter Heranziehung von statistischen Signifikanzkriterien ist davon auszugehen, dass sich die Volatilität der SLM AG-Aktie bereits seit Bekanntwerden des Übernahmeangebots von Nikon sukzessiv vom Markt entkoppelt hat. In einer ergänzenden Betrachtung haben wir daher den originären Betafaktor der SLM AG für einen Zeitraum vor dem Übernahmeangebot der Nikon AM. AG untersucht. Erste Hinweise auf das Übernahmeangebot konnte man der Presse bereits am 2. September 2022 entnehmen.

Der unverschuldete Betafaktor der SLM AG vor den ersten Presseveröffentlichungen zum Übernahmeangebot durch die Nikon AM. AG liegt je nach Periodizität (zwei Jahre mit wöchentlichen Renditen bzw. fünf Jahre mit monatlichen Renditen) und Index (lokal bzw. weltweit) zwischen 1,38 und 1,91:

Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
5 Jahre monatlich			
CDAX	1,60	0,20	1,45
MSCI ACWI	2,15	0,20	1,91
2 Jahre wöchentlich			
CDAX	1,50	0,20	1,38
MSCI ACWI	2,09	0,20	1,87

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse

Die über die Betrachtungszeiträume vor den ersten Presseveröffentlichungen zum Übernahmeangebot ermittelten Betafaktoren liegen damit deutlich über den Betafaktoren, die über Betrachtungszeiträume vor Bekanntgabe des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs ermittelt worden sind. Dadurch deutet sich an, dass sich die Aktie der SLM AG bereits ab dem Zeitpunkt der ersten Presseveröffentlichungen zum Übernahmeangebot vom Markt entkoppelt hat.

Die fünf Monate, die zwischen dem Zeitpunkt der ersten Pressveröffentlichungen und der Bekanntgabe des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs liegen, haben demnach einen deutlichen Einfluss auf die Ermittlung des Betafaktors. Dies wird auch durch den Kursverlauf bestätigt, der sich seitdem nicht mehr an Marktgegebenheiten orientiert, sondern durch das Übernahmeangebot selbst beeinflusst ist (vgl. Grafik zum Börsenkursverlauf in Abschnitt 6 dieses Prüfungsberichts).

Darüber hinaus zeigt die Auswertung der Liquiditätskennzahlen, dass die SLM AG-Aktie bei geringem Handelsvolumen vergleichsweise hohe Bid-Ask-Spreads aufweist. Die Geld-Brief-Spannen zeigen nach Jahresscheiben (Stichtag vor dem 10. Februar 2023) die folgenden Mittelwerte auf:

Unternehmen	2019	2020	2021	2022	2023	Durchschnitt 5-Jahre
SLM Solutions Group AG	0,74%	1,41%	1,52%	0,90%	1,01%	1,12%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse

Die Geld-Brief-Spanne liegt im 5-Jahres-Mittelwert bei 1,12% und damit oberhalb eines Schwellenwerts von 1,00 %, ab dem auch nach der Rechtsprechung berechtigte Zweifel an einer Verzerrung des Betafaktors entstehen. Die marktwertgewichtete durchschnittliche Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-Unternehmen liegt nach der Analyse des Bewertungsgutachters in einem 5-Jahreszeitraum von dem 1. April 2023 zwischen 0,15 % und 0,19 % und damit deutlich unterhalb der von uns für die SLM AG ermittelten Werte. Dies deutet auf eine eingeschränkte Liquidität der Aktie der SLM AG und damit auf eine begrenzte Aussagekraft des für die SLM AG abgeleiteten eigenen Betafaktors hin.

Daher ist im Ergebnis festzuhalten, dass der eigene Betafaktor der SLM AG als Grundlage für die Prognose des systematischen Risikos der Gesellschaft nicht geeignet ist.

Vor dem Hintergrund dieser Erkenntnisse und Überlegungen basiert der im Rahmen der Bewertung angesetzte Betafaktor von 1,30 auf einer Untersuchung von Betafaktoren vergleichbarer Unternehmen.

Wir haben im Rahmen unserer Prüfung den von dem Bewertungsgutachter angesetzten Betafaktor anhand einer eigenen Analyse von Betafaktoren von vergleichbaren Unternehmen plausibilisiert.

Peer Group Betafaktor

Zur Einschätzung des künftigen systematischen operativen Risikos der SLM AG hat der Bewertungsgutachter auf eine Peer Group-Analyse anhand von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg LLP („Bloomberg“) abgestellt.

Für die Ableitung einer geeigneten Peer Group hat der Bewertungsgutachter die operative Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der SLM AG analysiert und eine Peer Group für Unternehmen der Additiven Fertigung sowie eine Peer Group für Werkzeugmaschinenhersteller abgeleitet.

Wir haben die Festlegung des Betafaktors anhand einer eigenen Peer Group-Analyse überprüft. Dabei haben wir zunächst eine eigene Recherche nach Unternehmen mit einer vergleichbaren Geschäftstätigkeit der SLM AG durchgeführt und anhand dieser Untersuchung die vom Bewertungsgutachter getroffene Auswahl kritisch gewürdigt.

Die Beschreibung der Peer Group Unternehmen ist in Abschnitt 4.3.3 dieses Prüfungsberichts dargestellt.

Die Stratasys Ltd. ist im Rahmen der Beta-Analyse aufgrund einer Vielzahl von öffentlichen Übernahmeangeboten nicht berücksichtigt worden.

Für die Peer Group Additive Fertigung haben wir im Vergleich zum Bewertungsgutachter keine weiteren Unternehmen im Rahmen unserer eigenen Analyse identifiziert, die mit der SLM AG vergleichbar wären. Für die Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller haben wir ergänzende Unternehmen identifiziert, die wir im Rahmen unserer Analysen berücksichtigt haben. Vor dem Hintergrund, dass sich der Markt der additiven Fertigung noch in einer Aufbau- und Wachstumsphase befindet, erscheint der Vergleich zur Branche der Werkzeugmaschinenhersteller sachgerecht, deren Markt sich in einer reiferen Phase befindet (siehe auch Abschnitt 4.3.3).

Unsere Analyse der Betafaktoren der Peer Group erstreckt sich über den Vergangenheitszeitraum vor dem 19. Mai 2023. Die Ableitung des Betafaktors erfolgte dabei zum einen über den Fünf-Jahreszeitraum vom 29. April 2018 bis zum 30. April 2023 auf Basis von monatlichen Renditen und über den Zwei-Jahres-Zeitraum vom 18. Mai 2021 bis zum 19. Mai 2023 auf Basis von wöchentlichen Renditen. Als Referenzindex wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index und ein weltweiter Index (MSCI ACWI Index) herangezogen. Zudem haben wir untersucht, ob die ermittelten Betafaktoren in Bezug auf die statistische Signifikanz (R^2 und T-Test) sowie auf bestimmte Liquiditätskennzahlen (Anzahl der Handelstage, Handelsvolumen sowie Spanne zwischen Geld-Brief-Kurs) valide Werte aufweisen.

Die Höhe des Betafaktors ist abhängig von dem Verschuldungsgrad. Da die künftig erwartete Kapitalstruktur der SLM AG sich von den Kapitalstrukturen der Peer Group-Unternehmen unterscheidet, sind die Betafaktoren der Peer Group zunächst um die jeweilige individuelle Kapitalstruktur (Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, jeweils zu Marktwerten) zu bereinigen und in unverschuldete Betafaktoren überzuleiten (sog. Unlevern). Der Bewertungsgutachter hat sowohl beim Relevern als auch beim Unlevern das sog. Debt Beta bzw. Fremdkapitalbeta in das Bewertungskalkül einbezogen. Die Anwendung des Fremdkapitalbetas berücksichtigt den Umstand, dass auch Fremdkapital grundsätzlich ausfallbedroht ist, die Fremdkapitalgeber somit einen Teil des operativen Risikos des zu bewertenden Unternehmens übernehmen und sich dies durch einen Risikozuschlag auf den risikolosen Basiszins vergüten lassen. Wir halten den Einbezug des Fremdkapitalbetas für sachgerecht und haben dieses bei unseren Analysen ebenfalls mit einbezogen.

Im Rahmen des Unleverns der Betafaktoren der Peer Group Additive Fertigung hat der Bewertungsgutachter angenommen, dass die vorhandenen liquiden Mittel betriebsnotwendig sind. Diese Annahme halten wir für sachgerecht und haben daher ebenso keine negative Verschuldung beim Unlevern des Betafaktors angesetzt.

Für die Periodizität 5 Jahre wöchentlich ist ausschließlich der Betafaktor für das Unternehmen 3D Systems Corporation unter Berücksichtigung eines weltweiten Indexes statistisch signifikant. Der Betafaktor stellt sich wie folgt dar:

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
3D Systems Corporation	MSCI ACWI	2,05	0,00	2,05

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse auf Basis von monatlichen Renditen über einen 5-Jahres-Zeitraum

Die unverschuldeten und verschuldeten Betafaktoren für die Unternehmen der Peer Group Additive Fertigung stellen sich für die Periodizität 2 Jahre wöchentlich wie folgt dar:

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
Desktop Metal, Inc.	S&P 500	2,08	0,00	2,08
3D Systems Corporation	S&P 500	2,30	0,00	2,30
Velo3D, Inc.	S&P 500	2,26	0,00	2,26
Markforged Holding Corporation	S&P 500	1,84	0,00	1,84
Mittelwert		2,12	0,00	2,12
Median		2,17	0,00	2,17
Minimum		1,84	0,00	1,84
Maximum		2,30	0,00	2,30

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
Desktop Metal, Inc.	MSCI ACWI	2,44	0,00	2,44
3D Systems Corporation	MSCI ACWI	2,74	0,00	2,74
Velo3D, Inc.	MSCI ACWI	2,34	0,00	2,34
Markforged Holding Corporation	MSCI ACWI	2,14	0,00	2,14
Mittelwert		2,41	0,00	2,41
Median		2,39	0,00	2,39
Minimum		2,14	0,00	2,14
Maximum		2,74	0,00	2,74

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse auf Basis von wöchentlichen Renditen über einen 2-Jahres-Zeitraum

Die Mittelwerte der unverschuldeten Raw-Betafaktoren der Peer Group Additive Fertigung zeigen eine Bandbreite von 2,12 (lokaler Index) bis 2,41 (weltweiter Index).

Die unverschuldeten und verschuldeten Betafaktoren für die Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller stellen sich für die zuvor dargestellten Zeiträume und im Vergleich zu den genannten Börsenindizes wie folgt dar:

Fünf-Jahres-Zeitraum mit monatlichen Renditen:

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
Mikron Holding AG	Swiss SMI	1,15	-0,30	1,56
Sandvik AB (publ)	OMX Stockholm All Share Cap Total Return	1,31	0,12	1,22
DMG Mori Co., Ltd.	TOPIX	2,09	0,32	1,66
Tsugami Corporation	TOPIX	1,60	-0,06	1,69
Kennametal Inc.	S&P 500	1,88	0,44	1,45
Dürr Aktiengesellschaft	CDAX	1,61	0,05	1,56
Okuma Corporation	TOPIX	1,56	-0,29	2,16
Takisawa Machine Tool Co., Ltd.	TOPIX	0,97	-0,28	1,33
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd	FTSE Korea Index	0,58	-0,64	1,36
Sodick Co., Ltd.	TOPIX	1,22	-0,04	1,28
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd.	Shenzhen Stock Exchange Composite Index	1,00	0,17	0,90
Mittelwert		1,36	-0,05	1,47
Median		1,31	-0,04	1,45
Minimum		0,58	-0,64	0,90
Maximum		2,09	0,44	2,16

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
Mikron Holding AG	MSCI ACWI	1,04	-0,30	1,40
Sandvik AB (publ)	MSCI ACWI	1,57	0,12	1,46
DMG Mori Co., Ltd.	MSCI ACWI	1,64	0,32	1,33
Tsugami Corporation	MSCI ACWI	1,40	-0,06	1,47
Kennametal Inc.	MSCI ACWI	1,94	0,44	1,50
Dürr Aktiengesellschaft	MSCI ACWI	1,85	0,05	1,78
Okuma Corporation	MSCI ACWI	1,22	-0,29	1,69
Takisawa Machine Tool Co., Ltd.	MSCI ACWI	0,77	-0,28	1,05
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd	MSCI ACWI	1,00	-0,64	2,50
Sodick Co., Ltd.	MSCI ACWI	1,00	-0,04	1,05
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd.	MSCI ACWI	1,29	0,17	1,15
Mittelwert		1,34	-0,05	1,49
Median		1,29	-0,04	1,46
Minimum		0,77	-0,64	1,05
Maximum		1,94	0,44	2,50

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse auf Basis von monatlichen Renditen über einen 5-Jahres-Zeitraum

Zwei-Jahres-Zeitraum mit wöchentlichen Renditen:

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
Mikron Holding AG	Swiss SMI	0,69	-0,44	1,19
Sandvik AB (publ)	OMX Stockholm All Share Cap Total Return	1,21	0,20	1,08
DMG Mori Co., Ltd.	TOPIX	1,43	0,22	1,25
Tsugami Corporation	TOPIX	1,93	-0,09	2,10
Kennametal Inc.	S&P 500	1,32	0,33	1,09
Dürr Aktiengesellschaft	CDAX	1,27	0,01	1,26
Okuma Corporation	TOPIX	1,25	-0,33	1,80
Takisawa Machine Tool Co., Ltd.	TOPIX	0,56	-0,19	0,68
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd	FTSE Korea Index	0,72	-0,68	2,01
Sodick Co., Ltd.	TOPIX	1,02	-0,09	1,11
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd.	Shenzhen Stock Exchange Composite Index	1,08	0,01	1,07
Mittelwert		1,13	-0,09	1,33
Median		1,21	-0,09	1,19
Minimum		0,56	-0,68	0,68
Maximum		1,93	0,33	2,10

Unternehmen	Index	Levered Raw Beta	FK/EK	Unlevered Raw Beta
Mikron Holding AG	MSCI ACWI	0,72	-0,44	1,24
Sandvik AB (publ)	MSCI ACWI	1,48	0,20	1,31
DMG Mori Co., Ltd.	MSCI ACWI	0,95	0,22	0,86
Tsugami Corporation	MSCI ACWI	0,97	-0,09	1,04
Kennametal Inc.	MSCI ACWI	1,54	0,33	1,25
Dürr Aktiengesellschaft	MSCI ACWI	1,18	0,01	1,16
Okuma Corporation	MSCI ACWI	0,57	-0,33	0,79
Takisawa Machine Tool Co., Ltd.	MSCI ACWI	0,45	-0,19	0,55
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd	MSCI ACWI	0,79	-0,68	2,23
Sodick Co., Ltd.	MSCI ACWI	0,65	-0,09	0,71
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share Co., Ltd.	MSCI ACWI	0,73	0,01	0,73
Mittelwert		0,91	-0,09	1,08
Median		0,79	-0,09	1,04
Minimum		0,45	-0,68	0,55
Maximum		1,54	0,33	2,23

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse auf Basis von wöchentlichen Renditen über einen 2-Jahres-Zeitraum

Die Mittelwerte der unverschuldeten Raw-Betafaktoren der Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller zeigen eine Bandbreite von 1,08 (für den Zwei-Jahres-Zeitraum) bis 1,49 (für den Fünf-Jahres-Zeitraum).

Unsere Erweiterung der Peer Group im Rahmen der Analyse der Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller hat zu keiner abweichenden Einschätzung über die Höhe des heranzuziehenden Betafaktors im Vergleich zur Analyse des Bewertungsgutachters geführt.

Liquiditätsanalyse

Die Analyse der Geld-Brief-Spannen zeigt für die Peer Group nach Jahresscheiben (Stichtag vor dem 10. Februar 2023) die folgenden Mittelwerte auf:

Unternehmen	2019	2020	2021	2022	2023	Durchschnitt 5-Jahre
Mikron Holding AG	0,62%	1,01%	1,18%	0,95%	1,04%	0,96%
Sandvik AB (publ)	0,06%	0,08%	0,06%	0,07%	0,06%	0,07%
DMG Mori Co., Ltd.	0,16%	0,22%	0,21%	0,18%	0,17%	0,19%
Tsugami Corporation	0,27%	0,29%	0,25%	0,22%	0,23%	0,25%
Kennametal Inc.	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%	0,05%	0,04%
Tornos Holding AG	0,73%	0,91%	1,29%	1,20%	1,62%	1,15%
Dürr Aktiengesellschaft	0,22%	0,19%	0,22%	0,21%	0,26%	0,22%
Okuma Corporation	0,33%	0,38%	0,38%	0,37%	0,38%	0,37%
Takisawa Machine Tool Co., Ltd.	0,37%	0,65%	0,66%	0,50%	0,48%	0,53%
Hwacheon Machine Tool Co. Ltd	0,48%	0,29%	0,33%	0,39%	0,41%	0,38%
Sodick Co., Ltd.	0,25%	0,33%	0,34%	0,29%	0,28%	0,30%
Qinchuan Machine Tool & Tool Group Share (	0,22%	0,21%	0,17%	0,11%	0,10%	0,16%
Desktop Metal, Inc.	0,40%	0,37%	0,22%	0,18%	0,48%	0,31%
3D Systems Corporation	0,08%	0,12%	0,12%	0,07%	0,11%	0,10%
Velo3D, Inc.	n.a.	n.a.	0,33%	0,20%	0,42%	0,31%
Markforged Holding Corporation	n.a.	n.a.	0,52%	0,23%	0,56%	0,42%
Stratasys Ltd.	0,06%	0,10%	0,14%	0,14%	0,12%	0,11%

Quelle: S&P Capital IQ, PKF-Analyse

Die Tornos Holding AG haben wir aufgrund der Erkenntnisse der Liquiditätsanalyse nicht im Rahmen der Beta-Analyse berücksichtigt.

Zusammenfassende Beurteilung

Insgesamt ergibt sich folgende zusammenfassende Übersicht der unverschuldeten Betafaktoren für die jeweiligen Peer Groups:

Peer Group	Index	Unlevered Raw Beta
5 Jahre monatlich		
Additive Fertigung	CDAX	n.a.
Additive Fertigung	MSCI ACWI	2,05
2 Jahre wöchentlich		
Additive Fertigung	CDAX	2,12
Additive Fertigung	MSCI ACWI	2,41
5 Jahre monatlich		
Werkzeugmaschinenhersteller	CDAX	1,47
Werkzeugmaschinenhersteller	MSCI ACWI	1,49
2 Jahre wöchentlich		
Werkzeugmaschinenhersteller	CDAX	1,33
Werkzeugmaschinenhersteller	MSCI ACWI	1,08

Die Bandbreite der unverschuldeten Betafaktoren für die Peer Group Additive Fertigung liegt bei 2,05 (5-Jahre monatlich, weltweiter Index) bis 2,41 (2-Jahre wöchentlich, weltweiter Index). Für die Peer Group Werkzeugmaschinenhersteller liegt der Mittelwert über die Periodizitäten 2 Jahre wöchentlich und 5 Jahre monatlich unter Berücksichtigung eines lokalen Index bei rd. 1,40. Der Mittelwert über die Periodizitäten 2 Jahre wöchentlich und 5 Jahre monatlich unter Berücksichtigung eines weltweiten Index beträgt rd. 1,28.

Der originäre Betafaktor der SLM AG hat sich mit Bekanntwerden des Übernahmeangebots sukzessive vom Markt entkoppelt, die Betrachtungszeiträume bis vor Bekanntgabe des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs führen daher zu einer Verzerrung des eigenen Betafaktors. In den Betrachtungszeiträumen vor Bekanntwerden des Übernahmeangebots lag der eigene Betafaktor der SLMG AG deutlich über 1,30.

Als Ergebnis unserer Untersuchungen zum Betafaktor stellen wir daher insgesamt fest, dass der der Bewertung zugrunde gelegte Betafaktor von 1,30 angemessen ist.

4.6.4. Wachstumsabschlag

Planungsrechnungen werden regelmäßig auf Basis von nominalen Größen aufgestellt, wonach inflationsbedingte Steigerungen direkt in den geplanten Aufwands- und Ertragspositionen der Planung erfasst werden. Ob aus den inflationsbedingten Steigerungen ein Gewinnwachstum resultiert, hängt im Wesentlichen davon ab, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, inflationsbedingt ansteigende Kosten durch Preiserhöhungen weiterzugeben oder durch Effizienzsteigerungen auszugleichen. Eine jährliche Steigerung der finanziellen Überschüsse in Höhe der Inflationsrate kann demnach nicht ohne Weiteres angenommen werden. Dies würde unterstellen, dass inflationäre Kostensteigerungen in gleichem Maße an die Kunden des zu bewertenden Unternehmens weitergegeben bzw. durch Effizienzgewinne kompensiert werden können.

Während in der Detailplanungsphase das Gewinnwachstum und inflationsbedingte Steigerungen direkt in den Einzelkomponenten der Planung eingearbeitet sind, ist ein weiteres Wachstum im Zeitraum der ewigen Rente allein in der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses noch nicht enthalten. Das Wachstum im Zeitraum der ewigen Rente wird daher in der Bewertungspraxis üblicherweise durch das finanzmathematisch äquivalente Verfahren eines Abschlags vom Diskontierungszins vorgenommen.

Ein erster Anhaltspunkt können Schätzungen zum Verbraucherpreisindex in Deutschland liefern:

Statistisches Bundesamt - Stand des Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2020 = 100)		Veränderung in % (Durchschnitt)
2019	99,5	1,4
2020	100,0	0,5
2021	103,1	3,1
2022	110,2	6,9
Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderungen Verbraucherpreisindex Deutschland	**Stand April 2023**	**Veränderung in %**
2023		6,2
2024		3,1
2025		2,3
2026		2,1
2027		2,0
2028		2,0

Quellen: Statistisches Bundesamt, IMF (WEO Database April 2023), PKF-Darstellung

Nach den Schätzungen des Internationalen Währungsfonds für die Jahre 2023 bis 2028 liegt die durchschnittliche Veränderung anfänglich bei 6,2 % und geht zum Ende des Prognosezeitraums auf 2,0 % zurück.

Somit erreicht die prognostizierte Inflationsrate für Deutschland das mittelfristige Inflationsziel der EZB von nahe 2,0 %.

Diese Prognosen für die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate sind jedoch nicht ohne Weiteres als angemessene Wachstumsrate für die Bewertung der SLM AG zu übernehmen, vielmehr sind diese als Basis für die Herleitung der unternehmensspezifischen effektiven Wachstumsrate heranzuziehen. Die Ableitung hat auf die konkreten Verhältnisse des zu bewertenden Unternehmens abzustellen. Die preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Wachstumseffekte sind dabei beeinflusst durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit zur kontinuierlichen Realisierung von Effizienzgewinnen und der Möglichkeit zur kundenseitigen Überwälzung von Kostensteigerungen. Der Überwälzungsanteil der preisbedingten Kostensteigerungen hängt insofern insbesondere von der Markt- und Wettbewerbssituation sowie der individuellen Kostenentwicklung ab.

Vor dem Hintergrund der in der ewigen Rente erreichten Marktsättigung, der damit erhöhten Wettbewerbsintensität und der dadurch begrenzteren Möglichkeit von Preissteigerungen erachten wir einen Wachstumsabschlag von 1,0% als sachgerecht.

4.6.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die Zusammensetzung der der Bewertung zugrunde gelegten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich nach dem Ergebnis unserer Prüfung wie folgt:

Phase Budget- und Mittelfristplanung:

Eigenkapitalkosten	2023	2024	2025	2026	2027
Basiszins vor persönlichen Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
./. Abgeltungssteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszins nach persönlichen Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
unverschuldeter Betafaktor	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
(Netto-)Fremdkapital (TEUR)	6.311	18.753	27.057	30.700	19.976
Fremdkapitalkosten	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Betafaktor Fremdkapital	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Wert des Eigenkapitals (TEUR)	514.826	563.211	616.941	676.236	741.301
Verschuldungsgrad	1,2%	3,3%	4,4%	4,5%	2,7%
verschuldeter Betafaktor	1,31	1,34	1,35	1,35	1,33
Risikozuschlag nach persönlichen Steuern	7,56%	7,70%	7,77%	7,78%	7,66%
Wachstumsabschlag Phase II					
Kapitalisierungszins	9,40%	9,54%	9,61%	9,62%	9,50%

Übergangsphase und ewige Rente:

Eigenkapitalkosten	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	TV
Basiszins vor persönlichen Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
./. Abgeltungssteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszins nach persönlichen Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
unverschuldeter Betafaktor	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
(Netto-)Fremdkapital (TEUR)	2.647	33.464	60.652	62.374	62.291	58.442	43.902	22.889
Fremdkapitalkosten	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Betafaktor Fremdkapital	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Wert des Eigenkapitals (TEUR)	803.387	809.792	808.719	830.287	851.051	873.694	900.933	934.271
Verschuldungsgrad	0,3%	4,1%	7,5%	7,5%	7,3%	6,7%	4,9%	2,4%
verschuldeter Betafaktor	1,30	1,35	1,39	1,39	1,39	1,38	1,36	1,33
Risikozuschlag nach persönlichen Steuern	7,50%	7,75%	7,98%	7,98%	7,97%	7,93%	7,80%	7,64%
Wachstumsabschlag Phase II								-1,00%
Kapitalisierungszins	9,34%	9,59%	9,82%	9,82%	9,81%	9,77%	9,64%	8,48%

Auf Basis der in den vorangegangenen Abschnitten dargestellten Prüfung der Ableitung der Einzelkomponenten des Kapitalisierungszinssatzes halten wir die angesetzten Kapitalisierungszinssätze nach persönlicher Ertragsteuerbelastung für zutreffend ermittelt und erachten diese als angemessene Grundlage für die Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse.

4.7. Ertragswert der SLM AG

Der Ertragswert aus dem operativen Geschäft der SLM AG leitet sich auf Basis der finanziellen Überschüsse der SLM AG (vgl. Abschnitt 4.5) sowie auf Basis der Kapitalisierungszinssätze (vgl. Abschnitt 4.6) unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungen und der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Thesaurierungsbeträge wie folgt ab:

Phase Budget- und Mittelfristplanung:

Ertragswert (TEUR)	2023	2024	2025	2026	2027
Jahresüberschuss	-2.218	13.080	27.964	48.768	75.902
inflationsbedingte Thesaurierung					
Thesaurierung	-2.218	13.080	27.964	48.768	64.607
Ausschüttung	0	0	0	0	11.296
- Abgeltungssteuer	0	0	0	0	-2.979
Nettoausschüttung	0	0	0	0	8.317
Zurechnung aus Thesaurierung					
inflationsbedingte Kursgewinne					
Bemessungsgrundlage					
Veräußerungsgewinnbesteuerung					
Wertbeitrag aus Thesaurierung					
Finanzielle Überschüsse	0	0	0	0	8.317
Wert des Eigenkapitals Periodenende	563.211	616.941	676.236	741.301	803.387
Zwischensumme Kapitalisierung	563.211	616.941	676.236	741.301	811.704
Kapitalisierungszins	9,40%	9,54%	9,61%	9,62%	9,50%
Wert des Eigenkapitals	514.826	563.211	616.941	676.236	741.301

Übergangsphase und ewige Rente:

Ertragswert (TEUR)	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	TV
Jahresüberschuss	91.894	103.002	98.228	103.202	103.285	98.624	90.914	104.031
inflationsbedingte Thesaurierung								3.441
Thesaurierung	0	0	19.646	20.640	20.657	19.725	18.183	48.574
Ausschüttung	91.894	103.002	78.583	82.561	82.628	78.899	72.731	52.015
- Abgeltungssteuer	-23.281	-24.237	-20.726	-21.776	-21.793	-20.810	-19.183	-13.719
Nettoausschüttung	68.614	78.765	57.856	60.786	60.835	58.090	53.548	38.296
Zurechnung aus Thesaurierung								48.574
inflationsbedingte Kursgewinne								*9.343*
Bemessungsgrundlage								*57.917*
Veräußerungsgewinnbesteuerung								-7.638
Wertbeitrag aus Thesaurierung								40.937
Finanzielle Überschüsse	68.614	78.765	57.856	60.786	60.835	58.090	53.548	79.233
Wert des Eigenkapitals Periodenende	809.792	808.719	830.287	851.051	873.694	900.933	934.271	-
Zwischensumme Kapitalisierung	878.406	887.484	888.143	911.837	934.529	959.023	987.819	79.233
Kapitalisierungszins	9,34%	9,59%	9,82%	9,82%	9,81%	9,77%	9,64%	8,48%
Wert des Eigenkapitals	803.387	809.792	808.719	830.287	851.051	873.694	900.933	934.271

Die Planung der Ausschüttungen richtet sich nach der Entwicklung der handelsrechtlichen Verlustvorträge, die ab 2028 vollständig abgebaut sind, weshalb für die Jahre 2028 bis 2029 von einer Vollausschüttung ausgegangen wird. Für die Jahre 2028 bis 2034 ist eine Ausschüttungsquote von 80 % vorgesehen, die sich am Verschuldungsgrad der Peer Group für Werkzeugmaschinenhersteller orientiert. Für die Phase der ewigen Rente wurde von einer

Ausschüttungsquote von 50 % ausgegangen, die sich an der durchschnittlichen Ausschüttungsquote des Kapitalmarkts orientiert.

Bei der SLM AG besteht ein steuerliches Einlagekonto gemäß § 27 Abs. 2 Satz 1 KStG. Der Bewertungsgutachter hat die Vorteile aus dem steuerlichen Einlagekonto bei der Bemessung der Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungen berücksichtigt. Die Berücksichtigung des steuerlichen Einlagekontos führt in den Jahren 2028 und 2029 zu einer geringeren Belastung mit der Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungen. Wir haben die Auswirkungen des steuerlichen Einlagekontos und des ausschüttbaren Gewinns in unserem eigenen Bewertungsmodell nachvollzogen und halten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters für sachgerecht. Ein darüber hinausgehender etwaiger Sonderwert für das steuerliche Einlagekonto war nicht anzusetzen.

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente (2023 ff.) wurde eine bilanzielle Thesaurierung in Höhe der angenommenen Wachstumsrate von 1,0 % bezogen auf das eingesetzte Kapital angesetzt. Dies ist erforderlich, um die preisbedingt wachsenden Aktiva und Passiva in den Jahren der ewigen Rente zu finanzieren. Die bilanzielle Thesaurierung führt dazu, dass die mit der Rate von 1,0 % wachsenden Aktiva und Passiva durch das damit ebenfalls mit der Wachstumsrate von 1,0 % wachsende Eigenkapital finanziert werden, sodass in jedem Jahr der ewigen Rente Aktiva und Passiva ausgeglichen sind.

Die thesaurierten Beträge in der ewigen Rente, die die hieraus resultierenden zukünftigen Wertsteigerungen repräsentieren, werden den Anteilseignern unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern auf Kursgewinne direkt zugerechnet. Die unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Mittel führt im Vergleich zu der Alternative einer unternehmensinternen Wiederanlage in Höhe der Thesaurierungsbeträge zum Kapitalisierungszinssatz (vor Unternehmenssteuern) zu gleichen Ergebnissen.

Bei der Ableitung der zu diskontierenden Beträge ist die persönliche Steuerbelastung der Anteilseigner zu berücksichtigen. Die Steuerbelastung auf die Ausschüttungsbeträge wurde in Höhe der Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag mit 26,375 % berücksichtigt. Wie unter Abschnitt 3.1 erläutert, wurde bei der Ermittlung der zu diskontierenden Beträge aus der direkten Zurechnung der Thesaurierung eine effektive Kursgewinnbesteuerung in Höhe des hälftigen Abgeltungssteuersatzes einschließlich Solidaritätszuschlag von 13,188 % berücksichtigt. Die effektive Kursgewinnbesteuerung in der ewigen Rente berücksichtigt dabei auch die inflationsbedingten Kursgewinne.

Der Ertragswert des operativen Geschäfts der SLM AG ergibt aus der Diskontierung der Summe aus der Nettoausschüttung und aus den Wertbeiträgen aus der Thesaurierung. Zum Stichtag 1. Januar 2023 ergibt sich daraus ein Ertragswert von

514.826 TEUR.

Der Ertragswert ist auf den Bewertungsstichtag aufzuzinsen. Die Aufzinsung des Ertragswerts vom 1. Januar 2023 bis zum 13. Juli 2023 (194 Tage) mit dem anhand des Kapitalisierungszinssatzes vom 1. Januar 2023 ermittelten Aufzinsungsfaktor von 1,0489 führt zu einem Ertragswert zum Bewertungsstichtag 13. Juli 2023 von

540.001 TEUR.

Wir haben die Ableitung dieses Ertragswerts aus den finanziellen Überschüssen der SLM AG rechnerisch und methodisch nachvollzogen. Der sich zum Bewertungsstichtag ergebende Ertragswert von 540.001 TEUR ist aus unserer Sicht zutreffend ermittelt.

4.8. Sonderwerte

Sonderwerte wurden im Rahmen der Unternehmensbewertung der SLM AG nicht identifiziert und angesetzt.

4.9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Unternehmenswert der SLM AG ergibt sich nach dem Ergebnis unserer Prüfung aus dem Ertragswert der SLM AG. Die Ermittlung erfolgt zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2023 unter anschließender Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag 13. Juli 2023 (Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der SLM AG). Der Unternehmenswert pro Aktie ergibt sich aus der Division des Unternehmenswerts durch die Anzahl der ausgegebenen SLM AG-Aktien.

Die Ermittlung des Werts je SLM AG-Aktie ergibt sich danach wie folgt:

	Wert zum Stichtag 31. Dezember 2022	Aufzinsungsfaktor für 194 Tage	Wert zum Stichtag 13. Juli 2023
Unternehmenswert (TEUR)	**514.826**	1,0489	**540.001**
Anzahl der Aktien	**31.107.819**		**31.107.819**
Unternehmenswert je SLM AG-Aktie (EUR)	**16,55**	1,0489	**17,36**

Auf Basis unserer Ausführungen in den vorangegangenen Abschnitten halten wir diesen ertragswertbasierten Wert und den daraus abgeleiteten Wert je Aktie der SLM AG in Höhe von EUR 17,36 für angemessen. Nach dem Ergebnis unserer Prüfung entspricht er dem inneren, aus der Diskontierung der zukünftig zu erwartenden laufenden Cashflows abgeleiteten Wert.

5. Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren

Nach IDW S 1 i. d. F. 2008 können vereinfachte Preisfindungsverfahren wie z.B. Verfahren auf Basis von Ergebnis- oder Umsatzmultiplikatoren zur Plausibilitätskontrolle des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden. Ein Rückgriff auf eine Multiplikatoranalyse kann eine fundierte Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Sie kann jedoch ergänzend Anhaltspunkte für eine Einschätzung des mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Werts liefern.

Bei der Anwendung von Multiplikatorverfahren kommen Marktpreise vergleichbarer Unternehmen zur Anwendung. Theoretischer Hintergrund dieser Verfahren ist, dass sich der Wert eines Unternehmens aus einem Vergleich bestimmter Kennzahlen (und Werte bzw. Preise) von Unternehmen einer Peer Group ermitteln lässt. Dabei wird in der Praxis meist der Marktpreis des Vergleichsunternehmens, d. h. der Enterprise Value oder Gesamtunternehmenswert - bestehend aus Kaufpreis (Transaktions-Multiplikatoren) bzw. Marktkapitalisierung

(Trading-Multiplikatoren) und der Nettoverschuldung bzw. dem zinstragenden Fremdkapital - zu einer Bezugsgröße (Umsatz, EBITDA, EBIT) ins Verhältnis gesetzt: Multiplikator x Bezugsgröße = auf Eigen- und Fremdkapitalgeber entfallender Gesamtunternehmenswert. Bezüglich des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens wurde angenommen, dass dieses in den Marktpreisen der Vergleichsunternehmen berücksichtigt ist.

Bei der Anwendung der Multiplikatoren wurde auf prognostizierte Bezugsgrößen für nach dem Bewertungsstichtag endende Geschäftsjahre abgestellt. Ist- oder Vergangenheitszahlen kommt eine geringere Aussagekraft zu, da sie nur eingeschränkt und gegebenenfalls in bereinigter Form Rückschlüsse auf zukünftig erzielbare Überschüsse erlauben. In die Börsenpreisbildung gehen überwiegend erwartete finanzielle Überschüsse ein.

Für die Berechnung der Multiplikatoren sind als Vergleichsunternehmen die Unternehmen aus der für die Ableitung der Betafaktoren herangezogenen Peer Group additive Fertigung ausgewählt worden. Für diese Unternehmen wurden auf Basis der vom Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ zur Verfügung gestellten Informationen die Analysten-Schätzungen für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 der Vergleichsunternehmen erhoben. Da nur für sehr wenige Unternehmen Analystenschätzungen für das Jahr 2026 vorlagen, wurde dieses Jahr aus der Analyse ausgenommen. Ausgehend von der Marktkapitalisierung wurden für die jeweiligen Bezugsgrößen der Vergleichsunternehmen die für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 erwarteten Werte verwendet.

Im ersten Schritt wurden auf Basis von Informationen des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ Analystenschätzungen für die Umsatzerlöse herangezogenen vergleichbaren Unternehmen zugrunde gelegt und Umsatz-Multiplikatoren bezogen auf den Unternehmensgesamtwert aus Börsenkapitalisierung, verzinslichen Verbindlichkeiten und Zahlungsmitteläquivalenten der vergleichbaren Unternehmen gebildet. Soweit für die Peer Group-Unternehmen keine ausreichenden Daten verfügbar waren, wurden diese in die Multiplikatorenermittlung nicht einbezogen.

Die Umsatz-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen sind in folgender Übersicht zusammengefasst:

Umsatz Multiple	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
Desktop Metal, Inc. (NYSE:DM)	2,52x	2,10x	1,77x
3D Systems Corporation (NYSE:DDD)	1,95x	1,82x	1,75x
Velo3D, Inc. (NYSE:VLD)	2,38x	1,74x	
Markforged Holding Corporation (NYSE:MKFG)	0,85x	0,73x	0,54x
Stratasys Ltd. (NasdaqGS:SSYS)	1,16x	1,07x	0,97x
Minimum	**0,9x**	**0,7x**	**0,5x**
Maximum	**2,5x**	**2,1x**	**1,8x**
Median	**1,9x**	**1,7x**	**1,4x**
Mittelwert	**1,8x**	**1,5x**	**1,3x**

Quelle: S&P Capital IQ; PKF-Analyse

Aus diesen Umsatz-Multiplikatoren sind anhand der Mittelwerte Wertbandbreiten für den Unternehmensgesamtwert und für den Marktwert des Eigenkapitals der SLM Solutions Group AG ermittelt worden.

Das Ergebnis der Ableitung des Marktwerts des Eigenkapitals ist in nachfolgender Tabelle für die Ableitung aus den Umsatz-Multiplikatoren dargestellt:

	Umsatz-Multiple	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
	Mittelwert	*1,8x*	*1,5x*	*1,3x*
x	Umsatz (TEUR)	152.298,8	207.727,1	261.611,5
=	Entity Value (Umsatz-Multiplikator x Umsatz) (TEUR)	269.876,4	309.858,9	328.614,6
-	Nettofinanzposition (TEUR)	-6.311,0	-6.311,0	-6.311,0
=	**Marktwert des Eigenkapitals (TEUR)**	**263.565,4**	**303.547,9**	**322.303,6**

Quelle: S&P Capital IQ; PKF-Analyse

In der nachfolgenden Tabelle sind die Umsatzerlöse dargestellt, die der vergleichenden Marktbewertung zugrunde gelegt wurden. Weiterhin sind die Wertbandbreiten, die sich für den Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals) und den Equity Value (Marktwert des Eigenkapitals) des Unternehmens ergeben, aufgezeigt:

	Umsatz-Multiple	FY2023 E	FY2024 E	FY2025 E
	Planumsatz (TEUR)	152.298,8	207.727,1	261.611,5
	Gesamtunternehmenswert - Minimum	**130.063,7**	**151.139,0**	**141.230,9**
	Gesamtunternehmenswert - Median	**296.622,4**	**360.789,7**	**355.475,8**
	Gesamtunternehmenswert - Mittelwert	**269.876,4**	**309.858,9**	**328.614,6**
	Gesamtunternehmenswert - Maximum	**383.032,6**	**436.918,7**	**462.276,1**
-	Nettofinanzposition (TEUR)	-6.311,0	-6.311,0	-6.311,0
	Eigenkapitalwert - Minimum	**136.374,7**	**157.450,0**	**147.541,9**
	Eigenkapitalwert - Median	**302.933,4**	**367.100,7**	**361.786,8**
	Eigenkapitalwert - Mittelwert	**276.187,4**	**316.169,9**	**334.925,6**
	Eigenkapitalwert - Maximum	**389.343,6**	**443.229,7**	**468.587,1**
	Anzahl Aktien	31.107.819	31.107.819	31.107.819
	Wert je Aktie in EUR - Minimum	**4,4**	**5,1**	**4,7**
	Wert je Aktie in EUR - Median	**9,7**	**11,8**	**11,6**
	Wert je Aktie in EUR - Mittelwert	**8,9**	**10,2**	**10,8**
	Wert je Aktie in EUR - Maximum	**12,5**	**14,2**	**15,1**

Quelle: S&P Capital IQ; PKF-Analyse

Die Multiple-Analyse gelangt damit zum Ergebnis, dass der nach dem Ertragswertverfahren zum 13. Juli 2023 ermittelte Unternehmenswert von 540.001 TEUR oberhalb der anhand von Börsenkursen auf Basis der Mittelwerte von Umsatz-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite für den Marktwert des Eigenkapitals der SLM Solutions Group AG liegt. Die auf dieser Basis vorgenommene Plausibilitätskontrolle liefert somit keine Anhaltspunkte dafür, dass der mit dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der SLM Solutions Group AG nicht angemessen sein könnte.

6. Analyse des Börsenkurses

Für die Bemessung von Barabfindungen im Rahmen des Abschlusses von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen hat die höchstrichterliche Rechtsprechung entschieden, dass die Festlegung der Barabfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses erfolgen darf, sofern dieser den Verkehrswert widerspiegelt. Diese Rechtsprechung ist grundsätzlich auch auf die Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG zu übertragen.

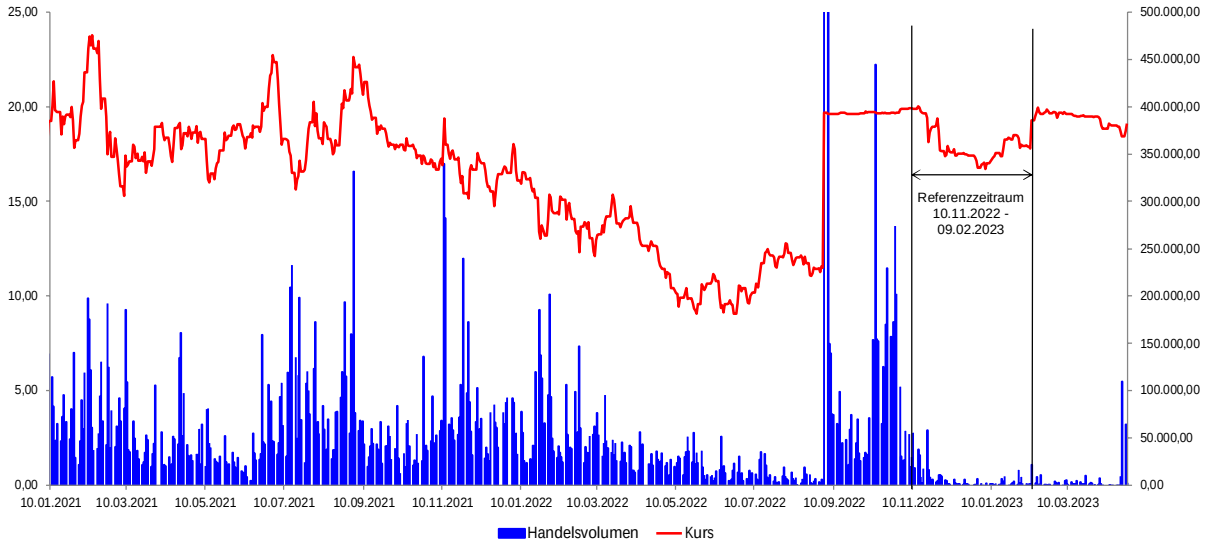
Nach Auffassung der höchstrichterlichen Rechtsprechung spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert einer Aktie dann nicht wider, wenn

- über einen längeren Zeitraum 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.

Des Weiteren ist nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Eliminierung von Zufallsschwankungen ein durchschnittlicher Börsenkurs zugrunde zu legen. Der BGH hat mit Beschluss vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, „Stollwerck“) seine bisherige Rechtsprechung teilweise aufgegeben und entschieden, dass der maßgebliche Börsenkurs auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraums vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu errechnen ist.

Wir haben bei der Prüfung der Relevanz des Börsenkurses für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, die am 10. Februar 2023 erfolgte, die Kurse und die Umsätze der Aktie der SLM AG untersucht.

Für den maßgeblichen Zeitraum stellen sich der Kursverlauf und das Handelsvolumen der Aktien der SLM AG wie folgt dar:



Quelle: S& P Capital IQ, Equity: XTRA:AM3D, volumengewichteter Tagesdurchschnittskurs (rot), Handelsvolumen (blau), linke Skala: Kurs in EUR, rechte Skala: Anzahl gehandelte Aktien

Auf Anfrage hat die BaFin in ihrem Schreiben vom 12. Mai 2023 mitgeteilt, dass sich der nach § 5 WpÜG-AngebotsVO von der BaFin ermittelte Durchschnittskurs auf den Stichtag 9. Februar 2023, dem letzten Handelstag vor der Ankündigung der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, auf 18,89 EUR beläuft.

Wir haben auf Basis der gewichteten Tagesmittelkurse eine eigene Berechnung des gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurses der Aktie der SLM AG für den maßgeblichen Zeitraum vom 10. November 2022 bis 9. Februar 2023 vorgenommen. Wir ermitteln dabei ebenfalls einen gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs von 18,89 EUR.

Ergänzend haben wir geprüft, ob eine Marktenge vorgelegen hat. Gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO liegt eine Marktenge dann vor, wenn an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. In dem maßgeblichen Zeitraum haben über alle inländischen Börsenplätze verteilt an 65 von 65 Handelstagen Transaktionen mit einem Volumen von insgesamt 461.777 Aktien stattgefunden. Der geringste Tagesmittelkurs im maßgeblichen Zeitraum lag bei 16,74 EUR, der höchste Tagesmittelkurs in diesem Zeitraum lag bei 20,01 EUR. Eine Aktienkursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag stellte sich im betrachteten Zeitraum bezogen auf den volumengewichteten Durchschnittskurs lediglich an 2 nicht aufeinanderfolgenden Tagen ein. Eine Marktenge hat demnach nicht vorgelegen.

Die Datengrundlage zu unserer Analyse des Börsenkurses der SLM AG ergibt sich aus Anlage 3 zu diesem Prüfungsbericht.

Der BGH hat in dem Stollwerck-Beschluss ebenfalls bestimmt, dass der Börsenkurs entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der bisherigen Kursentwicklung hochzurechnen ist, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt. Dieser Zeitraum ist zwischenzeitlich durch die Rechtsprechung auf sechs Monate konkretisiert worden (vgl. OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011, 20 W 3/09, und vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08). Im vorliegenden Fall umfasst die Zeitspanne zwischen der Bekanntgabe der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre am 10. Februar 2023 und dem voraussichtlichen Tag der Hauptversammlung (13. Juli 2023), an dem die Übertragung beschlossen werden soll, einen Zeitraum von knapp über 5 Monaten. Die Notwendigkeit einer Anpassung des Börsenkurses ist damit nicht gegeben.

Als Ergebnis unserer Prüfung der Relevanz des Börsenkurses der SLM AG stellen wir fest, dass der Börsenkurs über dem auf Basis des Ertragswerts ermittelten Unternehmenswert pro Aktie der SLM AG liegt. Damit ist der Börsenkurs als Wertuntergrenze maßgeblich für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung.

Der durchschnittliche Börsenkurs liegt mit 18,89 EUR um 8,8 % über dem ertragswertbasiert ermittelten Wert je Aktie. Wie aus der obigen Grafik zu erkennen ist, ist der Kursverlauf der SLM AG-Aktie seit dem Bekanntwerden des Übernahmeangebots Anfang September 2022 durch die Höhe des Übernahmeangebots bestimmt. Hinsichtlich der Relevanz des Übernahmeangebots und des Bezugs zum fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmenswert auf Basis der Ertragswertmethode verweisen wir auf Abschnitt 3.5 dieses Prüfungsberichts.

7. Szenarioanalyse

Um die Sensitivität der Änderung von wesentlichen Bewertungsparametern aufzuzeigen, haben wir in verschiedenen Szenarioanalysen auf Basis unseres eigenen Bewertungsmodells die Auswirkung auf den Ertragswert je Aktie zum Bewertungsstichtag 13. Juli 2023 berechnet. Die nachfolgenden Darstellungen sind ausschließlich informativ zu verstehen und sind nicht gleichbedeutend mit der Aussage, dass wir die gesamte Bandbreite der dargestellten Werte als angemessene Grundlage für die Bemessung der Barabfindung erachten.

Bei einer Variation von Basiszins und Betafaktor ergeben sich unter Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,75 % die nachfolgend dargestellten Werte je Aktie:

Marktrisikoprämie = 5,75 %		Basiszins				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Beta-faktor	1,20	20,56	19,87	19,22	18,59	17,99
	1,25	19,50	18,86	18,25	17,67	17,12
	1,30	18,51	17,92	17,36	16,82	16,31
	1,35	17,60	17,05	16,53	16,03	15,55
	1,40	16,76	16,25	15,76	15,29	14,84

Bei einer Variation von Basiszins und Betafaktor ergeben sich unter Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,50 % die nachfolgend dargestellten Werte je Aktie:

Marktrisikoprämie = 5,50 %		Basiszins				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Beta-faktor	1,20	21,77	21,02	20,30	19,63	18,98
	1,25	20,66	19,96	19,30	18,67	18,07
	1,30	19,63	18,99	18,37	17,79	17,23
	1,35	18,68	18,08	17,51	16,96	16,44
	1,40	17,80	17,24	16,70	16,20	15,71

Bei einer Variation von Basiszins und Betafaktor ergeben sich unter Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,25 % die nachfolgend dargestellten Werte je Aktie:

Marktrisikoprämie = 5,25 %		Basiszins				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Beta-faktor	1,20	23,09	22,27	21,49	20,75	20,05
	1,25	21,93	21,17	20,45	19,76	19,11
	1,30	20,86	20,15	19,48	18,84	18,23
	1,35	19,86	19,20	18,58	17,98	17,42
	1,40	18,93	18,32	17,74	17,18	16,65

8. Prüfungsergebnis und abschließende Erklärung

Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtgemäßen Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns gegebenen Auskünfte und Nachweise ist die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung angemessen. Die Darlegungen im Bericht der Hauptaktionärin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG zur Angemessenheit der Abfindung sind zutreffend.

Aufgrund unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG bei der Bewertung der SLM AG aufgetreten sind.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts und des sich daraus ableitenden Werts pro Aktie wurde sachgerecht nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt, das nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer als maßgebliche Bewertungsmethode anerkannt ist. Es hat sich auch in der Rechtsprechung zur üblichen Praxis entwickelt.

Der Bewertungsgutachter gelangt dabei zu folgenden Ergebnissen:

Unternehmenswert (TEUR)	540.001
Anzahl der Aktien	31.107.819
Unternehmenswert je SLM AG-Aktie (EUR)	17,36

Auf Anfrage hat die BaFin in ihrem Schreiben vom 12. Mai 2023 mitgeteilt, dass sich der nach § 5 WpÜG-AngebotsVO von der BaFin ermittelte Durchschnittskurs auf den Stichtag 9. Februar 2023, dem letzten Handelstag vor der Ankündigung der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, auf 18,89 EUR beläuft.

Da der Börsenkurs damit über dem Wert je Aktie liegt, der sich aus der Unternehmensbewertung ableitet, ist der Börsenkurs bei der Festlegung der Barabfindung entsprechend den Vorgaben der höchstrichterlichen Rechtsprechung als untere Grenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung heranzuziehen maßgeblich.

Die Hauptaktionärin hat daraufhin die Barabfindung auf

<u>18,89 EUR</u>

je Stückaktie festgelegt.

Durch die alleinige Anwendung der Ertragswertmethode entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 327c Abs. 2 AktG i. V. m. § 293e Abs. 1 Ziff. 3 AktG.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der SLM AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre (voraussichtlich 13. Juli 2023) wesentliche bewertungsrelevante Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der SLM AG ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je Stückaktie ergäbe, der die angebotene Abfindung übersteigt.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2, 293e AktG wie folgt:

> Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der SLM Solutions Group AG, Lübeck, in Höhe von 18,89 EUR je Stückaktie angemessen.

Duisburg, den 3. Juni 2023

PKF Fasselt Partnerschaft mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT SIEGEL Berlin Zweigniederlassung Duisburg

PKF Fasselt
Partnerschaft mbB
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Rechtsanwälte

Qualifizierte Signatur

Niggemeier
Wirtschaftsprüfer

Qualifizierte Signatur

Kleibrink
Wirtschaftsprüfer

A N L A G E N

Abschrift

11 HKO 9/23

Landgericht Lübeck

Beschluss

In dem Antragsverfahren

1) **NIkon AM.AG**, Robert-Bosch-Straße 11, 63225 Langen (Hessen)
vertreten durch d. Vorstand

- Antragsteller -

Verfahrensbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Morrison & Foerster LLP**, Potsdamer Platz 1, 10785 Berlin

2) **SLM Solutions Group AG**, vertreten durch d. Vorstand, Estlandring 4, 23560 Lübeck

- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Gleiss Lutz Hootz Hirsch PartmbB Rechtsanwälte, Steuerberater**, Taunusanlage 11, 60329 Frankfurt am Main

wegen Antrag auf Bestellung eines Übertragungs- und Verschmelzungsprüfers

hat die 11. Zivilkammer - Kammer für Handelssachen II - des Landgerichts Lübeck durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Brandt am 17.04.2023 beschlossen:

1.

Auf Antrag der im Rubrum genannten Antragstellerin Ziff. 1 (nachfolgend auch: „Hauptaktionärin“) eingegangen am 31.03.2023 wird die

PKF Fasselt Partnerschaft mbB, Schifferstraße 210, 47059 Duisburg, Ansprechpartner: Ralf Niggemeier, Telefon: +49 (0)203 30001 169; E-Mail: ralf.niggemeier@pkf-fasselt

zum sachverständigen Prüfer (nachfolgend: „Prüfer“) bestellt. Aufgabe des Prüfers ist die Prüfung der Angemessenheit der von der o.g. Hauptaktionärin festzulegenden Barabfindung (§ 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG) bei der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an der SLM Solutions Group AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Lübeck unter HRB 13827 HL auf die Hauptaktionärin Nikon AM. AG, eingetragen im Han-

delsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter HRB 240810 B, gemäß §§ 78 Satz 1, 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG.

Die Regelung des Vertragsverhältnisses zwischen den Antragstellerinnen und dem sachverständigen Prüfer bleibt deren Angelegenheit.

2.

Der unter I. 1. genannte Prüfer wird auf Antrag der Antragstellerinnen Ziff. 1 und 2 zugleich zum Verschmelzungsprüfer gem. § 10 Abs. 1 UmwG bestellt. Die Aufgaben des Prüfers hinsichtlich der Prüfung der Verschmelzung ergeben sich aus den gesetzlichen Vorschriften.

Die Regelung des Vertragsverhältnisses zwischen den Antragstellerinnen und dem Verschmelzungsprüfer bleibt deren Angelegenheit.

3.

Bezüglich der nach §§ 327c ff. AktG durchzuführenden Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung werden der Prüfer und die Antragstellerin darauf hingewiesen, dass der Prüfer zu einer gewissenhaften und unabhängigen Prüfung verpflichtet ist und er für die Erfüllung dieser Verpflichtung der Gesellschaft, der Hauptaktionärin und den Minderheitsaktionären gleichermaßen verantwortlich ist (§ 293d Abs. 1 AktG). Deshalb stehen dem Prüfer umfassende Auskunfts- und Einsichtsrechte gegenüber der Gesellschaft und der Hauptaktionärin zu (§ 293d Abs. 1 AktG), auf die hier nachdrücklich hingewiesen wird. Bezüglich der vorgesehenen Verschmelzungsprüfung wird auf § 11 Abs. 1 UmwG i.V.m. § 320 Abs. 2 Satz 1, 2 AktG hingewiesen, bezüglich der Verantwortlichkeit auf § 11 Abs. 2 UmwG i.V.m. § 323 HGB.

Die unabhängige Stellung des nach § 327c Abs. 2 AktG für die Angemessenheitsprüfung bestellten Prüfers ist zum einen im Hinblick auf seine Aufgabe zu sehen, sich im Prüfungsbericht zur Angemessenheit der anzubietenden Kompensation zu erklären. Sie ist zum anderen aber auch von besonderer Bedeutung für ein etwaiges späteres Spruchverfahren, in dem nicht nur der Prüfungsbericht verwertet werden kann, sondern nach der Vorstellung des Gesetzgebers im Regelfall auch Erläuterungen und Ergänzungen durch den unabhängigen, sachverständigen Prüfer in einer mündlichen Verhandlung nach Maßgabe von § 8 Abs. 2 SpruchG als Beweismittel in Betracht kommen, um so nach Möglichkeit eine neue Begutachtung zu vermeiden. Der Prüfer hat insoweit allerdings keine eigenständige Bewertung des Unternehmens durchzuführen. Vielmehr sind einschlägige Elemente der Bewertung auf ihre Plausibilität zu untersuchen. Wesentliche Parameter sind im Prüfungsbericht offenzulegen.

Vor diesem Hintergrund und im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung wird dem Prüfer aufgegeben, in seinem Prüfungsbericht nach § 293e AktG zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen (vgl. auch § 293e Abs. 1 Satz 3, Abs. 2 i. V. m. § 293a Abs. 2, 327c Abs. 2 Satz 4 AktG) - sofern sich die fraglichen Informationen nicht bereits hinreichend deutlich und ausführlich aus dem Bericht der Hauptaktionärin gem. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG ergeben:

a)
Im Prüfungsbericht ist darzustellen, an welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit seine Prüfung erfolgt ist und über welche Qualifikationen die eingesetzten Mitarbeiter verfügen. Sofern eine Parallelprüfung stattfindet, ist der Prüfungsablauf in sachlicher, zeitlicher und räumlicher Hinsicht kurz zu erläutern.

b)
In welchen wesentlichen Punkten bestanden divergierende Auffassungen des Prüfers zu denen

des Erstellers des Berichtes nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG oder des Bewertungsgutachtens hinsichtlich der dort dargelegten Bewertung? Sofern der Unternehmenswertgutachter sich nicht der Auffassung des Prüfers angeschlossen hat, ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers vorzugswürdig ist.

c)
Falls vom Prüfer verlangte Auskünfte oder sonstige Informationen (siehe oben) nicht gewährt worden sind, ist dies im Bericht offen zu legen.

d)
Es ist darzulegen, aufgrund welcher Methoden der Unternehmenswert ermittelt wurde und ob die Methoden angemessen sind. Erforderlich ist die Darstellung der Bewertungsverfahren für die Bewertung des betriebsnotwendigen, des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens und ggf. der Sonderwerte.

e)
Bei Anwendung eines Ertragswertverfahrens ist aufzuführen, aus welchen Quellen die im Ertragswertverfahren für die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes benutzten Parameter (Basiszinssatz, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Beta-Faktor, Zusammensetzung einer Peer-Group u.a.) abgeleitet worden sind, und kurz zu begründen, warum gerade diese Indizes und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind. Es ist darzustellen, ob und wie die anhand von Kapitalmarktdaten abgeleiteten Größen vor dem Hintergrund der spezifischen Situation des Unternehmens einer Plausibilitätskontrolle unterzogen wurden.

Soweit auf Empfehlungen des FAUB zurückgegriffen wird, sollte aus dem Prüfungsbericht hervorgehen, inwieweit die Anwendung dieser Empfehlungen in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlich und fachlich anerkannt ist und - soweit dem Prüfer bekannt - inwieweit die angewendeten Empfehlungen auf einer plausiblen Datengrundlage oder wissenschaftlichen Erkenntnisquelle beruhen.

f)
Soweit Vergangenheitsergebnisse und bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen.

g)
Hinsichtlich der zugrunde gelegten Unternehmensplanungen sind folgende Punkte darzu-

stellen:

(1) Basisplanungen:

Wer hat die Basisplanungen erstellt?

Wann wurden diese aufgestellt?

Welche Organe haben die Prüfungen gebilligt?

Wurden die Planungen im Rahmen des unternehmensüblichen Planungs- und Bud-

getierungsprozesses erstellt oder wurden sie speziell für die vorgenommene Unter-

nehmensbewertung ausgearbeitet?

(2) Modifikationen:

Wurden Änderungen oder Ergänzungen unternehmensinterner Basisplanungen durch den Bewertungsgutachter (oder den Prüfer) vorgenommen?

Welche eigenständigen Rechnungen (z.B. Ermittlung der ewigen Rente) oder Sonderwertrechnungen (z.B. Auszahlungsplan für Pensionsverpflichtungen) wurden von ihm ermittelt?

(3) Planungsprämissen:

Darstellung der wesentlichen wertbeeinflussenden Planungsparameter mit entsprechenden Erläuterungen bzw. Begründungen hinsichtlich deren Auswahl und gegebener Bandbreiten. Insbesondere sind die Prämissen bezüglich der Entwicklung und der Geschäftstätigkeit darzulegen. Die zur Verfügung stehenden Marktprognosen zum Zeitpunkt der Planerstellung sind ebenso aufzuführen, wie die Auswahl der zugrunde gelegten Marktprognosen. Die Ertragsplanung ist hinsichtlich Mengen- und Preisentwicklung getrennt zu beschreiben.

h)
Erläuterungen von Besonderheiten bei der im Bericht oder Bewertungsgutachten dargelegten Bewertung, z.B.

- Sonderwerte

- nicht betriebsnotwendiges Vermögen

- besondere Unternehmenssituationen.

i)
Im Falle der Ermittlung eines Börsenwertes sind die Datenquellen und die Berechnungsmethodik bei der Ermittlung von durchschnittlichen Börsenkursen zu nennen bzw. darzustellen. Die gehandelten Einzelumsätze mit Angaben zu Datum, Volumen (Stückzahl), Börsenplatz und gehandeltem Kurs sollten sich aus dem Prüfbericht oder einem Anhang dazu ergeben oder bei sehr großem Datenumfang zumindest in elektronischer Form beigefügt werden (vgl. Ziffer 4.).
Weicht der Börsenkurs von einem nach anderen Methoden ermittelten Unternehmenswert erheblich ab, sollte der Prüfer die aus seiner Sicht dafür maßgeblichen Gründe darlegen.

4.

Dem Prüfer wird aufgegeben, ein Exemplar seines Prüfungsberichts für das Gericht zur Akte unter dem oben genannten Aktenzeichen einzureichen. Wünschenswert wäre die Übermittlung auch in elektronischer Form.

Sofern er sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes eines Rechenprogramms bedient hat, soll nach Möglichkeit dem Gericht ein vereinfachtes Rechenmodell für Plausibilitätsüberlegungen in Dateiform auf einem gebräuchlichen Datenträger in gebräuchlichem Format (vorzugsweise: USB-Stick oder CD-Rom mit Excel-Datei) mit der Übersendung des Berichtes zur Verfügung gestellt werden.

Dasselbe gilt für Kapitalmarktdaten (Börsenkurse, Handelsvolumina etc.), falls diese unter dem Gesichtspunkt der Berücksichtigung eines Börsenwertes erhoben worden sind.

5.

Sofern nicht ohnehin die Festsetzung der Vergütung durch das Gericht beantragt werden wird (§§ 293c Abs. 1 Satz 5 i.V.m. 327c Abs. 2 Satz 4 AktG, § 318 Abs. 5 HGB), soll der Prüfer seine Vergütung dem Gericht gegenüber offenlegen.

6.

Aus gerichtlicher Fürsorge wird der Prüfer ausdrücklich auf § 403 AktG hingewiesen. Danach wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft, wer als Prüfer oder als Gehilfe eines Prüfers über das Ergebnis der Prüfung falsch berichtet oder erhebliche Umstände im Bericht verschweigt. Handelt der Täter gegen Entgelt oder in der Absicht, sich oder einen anderen zu bereichern oder einen anderen zu schädigen, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe (Abs. 2).

II.

Der Gegenstandswert wird auf 60.000,00 € festgesetzt (§ 67 Abs. 1 Nr. 1 GNotKG, § 375 Nr. 1 FamFG).

Den Antragstellerinnen wird aufgegeben, unverzüglich die anfallenden Gerichtskosten in Höhe von 2,0 Gerichtsgebühren nach § 34 GNotKG Tabelle A, i. V. m. § 36 Abs. 1 GNotKG, GebVerz Nr. 13500 Anlage 1 GNotKG zu entrichten.

Gründe

zu I. 1.:

Bezogen auf die vorgesehene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der SLM Solutions Group AG auf die Mehrheitsaktionärin (im Wege eines umwandlungsrechtlichen „Squeeze Out“) liegt ein Antrag der Hauptaktionärin gem. §§ 78 Satz 1, 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG vor. Die Zuständigkeit des Landgerichts Lübeck ergibt sich aus § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 4, 293c Abs. 1 Satz 3 AktG, wobei der Vorsitzende der Kammer nach S. 4 der vorgenannten Norm allein entscheidet. Die vom Gericht ausgewählte und in 1. genannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung die Bedingungen der §§ 293d AktG, 319 Abs. 1 HGB und ist insbesondere nicht nach §§ 319 Abs. 1 - 4, 319b HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen. Sie hat darüber hinaus versichert, dass sie in den letzten fünf Jahren weder als Abschlussprüfer der beteiligten Gesellschaften noch anderer Konzerngesellschaften tätig war und dass auch kein sonstiges Prüfungs- oder Beratungsverhältnis bestehe.

zu I. 2.:

Bezogen auf die vorgesehene Verschmelzung liegt ein übereinstimmender Antrag der aufnehmenden Gesellschaft und der SLM Solutions Group AG auf Bestellung eines Verschmelzungsprüfers vor. Die Zuständigkeit des Landgerichts Lübeck ergibt sich insoweit aus §§ 10 Abs. 2 UmwG, wobei der Vorsitzende der Kammer nach S. 2 der vorgenannten Norm allein entscheidet.

Die im Rahmen der Verschmelzung als übertragender Rechtsträger vorgesehene SLM Solutions Group AG und die als aufnehmender Rechtsträger vorgesehene Nikon AM. AG haben in der Antragsschrift übereinstimmend mitgeteilt, dass in der Literatur zwar vertreten werde, dass eine Verschmelzungsprüfung im Zusammenhang mit der Durchführung eines verschmelzungsrechtli-

chen Squeeze Out entbehrlich sei. Diese Auffassung sei aber nicht unbestritten. Vorsorglich wollen die an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger eine Verschmelzungsprüfung durchführen lassen.

Eine hier von den Antragstellerinnen angestrebte, von Teilen der Literatur der Praxis empfohlene vorsorgliche Verschmelzungsprüfung ist jedenfalls kein Nachteil und schafft in formaler Hinsicht Rechtssicherheit für das geplante Vorhaben. Dem Antrag auf (vorsorgliche) Bestellung eines Verschmelzungsprüfers war daher stattzugeben.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen den Beschluss über die Prüferbestellung kann Beschwerde eingelegt werden, die binnen einer Frist von 1 Monat ab Zustellung des Beschlusses beim Landgericht Lübeck eingehen muss. Die Beschwerdefrist ist durch einen Rechtsanwalt zu unterzeichnen.

Gegen die Feststellung des Geschäftswertes kann Beschwerde eingelegt werden, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 200,00 € übersteigt und das Gericht die Beschwerde zugelassen hat. Die Beschwerde ist binnen 2 Wochen beim Landgericht Lübeck einzulegen. Die Frist beginnt mit Zustellung der Entscheidung. Die Beschwerde ist schriftlich einzulegen oder zu Protokoll des genannten Gerichts. Sie kann auch zu Protokoll der Geschäftsstelle jedes Amtsgerichts erklärt werden. Die Frist ist jedoch nur dann gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht. Eine anwaltliche Mitwirkung ist bei dieser Beschwerde nicht vorgeschrieben.

Brandt
Vorsitzender Richter am Landgericht

Ablauf der Prüfungsdurchführung

Datum	Sachverhalt	Ort
18.04.2023	Kenntnisnahme von der am 17.04.2023 erfolgten Bestellung der PKF Fasselt mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte zum Verschmelzungsprüfer und zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung; erste Kontaktaufnahme mit dem Vorstand der SLM AG und mit dem Bewertungsgutachter (MS-Teams-Meeting); Erhalt des Bestellungsbeschlusses	Duisburg
25.04.2023	Zugang zu dem von dem Bewertungsgutachter für PKF eingerichteten Datenraum, in den der Bewertungsgutachter von der SLM AG erhaltene Unterlagen und Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters einstellt; Erhalt erster Unterlagen (Analystenberichte, Fairness Opinion Übernahmeangebot, Geschäfts- und Prüfungsberichte, Investorenpräsentationen, Marktstudien, Unterlagen zu rechtlichen und organisatorischen Grundlagen)	Duisburg
28.04.2023	Erhalt erster Analysen des Bewertungsgutachters zum Marktumfeld und zum Wettbewerb sowie zur Planungsrechnung; Analyse des Börsenkurses im Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme	Duisburg
28.04.- 03.05.2023	Markt- und Wettbewerbsanalyse; erste Analysen zur Planungsrechnung; Analysen und Recherchen zu Marktstudien im Bereich Additive Fertigung sowie in der volkswirtschaftlichen Gesamtentwicklung; Erarbeitung des Geschäftsmodells der SLM AG	Duisburg
04.05.2023	Expert Session (MS-Teams-Meeting) zur Planungsrechnung mit Ebner Stolz und dem CFO der SLM AG; Planungsanalysen	Duisburg

Datum	Sachverhalt	Ort
05.05.- 09.05.2023	Aufbau eines Bewertungsmodells, Erhalt und Analyse erster Unterlagen zur Peer Group, zur Steuerplanung und zum Stand der steuerlichen Verlustvorträge sowie zum steuerlichen Einlagekonto; erste Analysen zum Betafaktor anhand Daten von S&P Capital IQ; Fortführung Markt- und Wettbewerbsanalyse	Duisburg
10.05.2023	Besprechung mit Ebner Stolz zum Stand der Bewertungsarbeiten (MS-Teams-Meeting); Arbeiten am eigenen Bewertungsmodell; Planungsanalysen	Duisburg
11.05.2023	Expert Session (MS-Teams-Meeting) zur Planungsrechnung mit Ebner Stolz und dem CFO der SLM AG; Planungsanalysen; Analysen zur Vergangenheitsrechnung und Bereinigung; Weiterleitung/Adressierung eines Fragenkatalogs an den Bewertungsgutachter und die SLM AG	Duisburg
12.05.2023	Erhalt weiterer Unterlagen zur Budget- und Planungsrechnung, zum Plan-Ist-Vergleich der Vergangenheit, zu Finanzierungskonditionen; Expert Session mit dem CEO der SLM AG und Ebner Stolz zur strategischen Ausrichtung (MS-Teams-Meeting), Erhalt und Analyse des ersten Entwurfs des Bewertungsgutachtens	Duisburg
13.05.2023	Besprechung mit Ebner Stolz zum Stand der Bewertungsarbeiten (MS-Teams-Meeting), Analyse von Marktprognosen und des Entwurfs des Bewertungsgutachtens	Duisburg
15.05.- 16.05.2023	Planungsanalysen, Expert Sessions mit dem CFO und dem Leiter (EVP) Produktmanagement, Besichtigung der Produktionsanlagen unter Begleitung der Produktionsleiterin und des Qualitätssicherungsmanagers, Besprechung mit Ebner Stolz zur Planung und Bewertung, Erhalt der ersten Entwürfe von Verschmelzungsvertrag und Verschmelzungsbericht, Erhalt des Schreibens der BaFin zum Drei-Monats-Kurs vor dem 10.02.2023	Lübeck

Datum	Sachverhalt	Ort
17.05.- 22.05.2023	Erhalt und Analyse der ersten Fassung des Bewertungsmodells von Ebner Stolz, diverse Besprechungen (MS-Teams-Meetings) mit Ebner Stolz zum Bewertungsmodell, rechnerisches Nachvollziehen des Bewertungsmodells von Ebner Stolz in einem eigenen Bewertungsmodell, Prüfung des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags	Duisburg
22.05.- 26.05.2023	Analysen zum Betafaktor (Betafaktor der Peergroup, originärer Betafaktor der SLM AG)	Duisburg
23.05.2023	Erhalt und Analyse des zweiten Entwurfs des Bewertungsgutachtens von Ebner Stolz	Duisburg
23.05.- 26.05.2023	Analysen zur Planungsrechnung und zur Ableitung der ewigen Rente, diverse Besprechungen (MS-Teams-Meetings) mit Ebner Stolz zu Planungs- und Bewertungsannahmen, Austausch von Fragen und Antworten mit dem Vorstand der SLM AG, inhaltlicher und rechnerischer Nachvollzug einzelner Planungs- und Bewertungsansätze im eigenen Bewertungsmodell	Duisburg
27.05.- 03.06.2023	Erhalt der finalen Fassungen von Bewertungsmodell und Bewertungsgutachten von Ebner Stolz; Besprechungen (MS-Teams-Meetings) mit Ebner Stolz; Erhalt der finalen Fassung des Übertragungsberichts und der finalen Entwurfsfassungen des Verschmelzungsbericht und des Verschmelzungsvertrags; finale Analysen zu Planungsannahmen und Bewertungsprämissen und Dokumentation im Prüfungsbericht	Duisburg

Börsenkurse und Handelsplätze SLM Solutions Group AG im Zeitraum 10. November 2022 bis 9. Februar 2023

Anlage 3

Durchschnittlicher Börsenkurs:	18,95	18,10	-	17,96	17,72	18,38	18,50	18,35	18,20	18,89

Datum	XETRA Volumen in Stück	XETRA Volumen in EUR	Lang&Schwarz Volumen in Stück	Lang&Schwarz Volumen in EUR	Düsseldorf Volumen in Stück	Düsseldorf Volumen in EUR	Hannover Volumen in Stück	Hannover Volumen in EUR	Hamburg Volumen in Stück	Hamburg Volumen in EUR	Berlin Volumen in Stück	Berlin Volumen in EUR	München Volumen in Stück	München Volumen in EUR	Frankfurt Volumen in Stück	Frankfurt Volumen in EUR	Stuttgart Volumen in Stück	Stuttgart Volumen in EUR	Summe Volumen in Stück	Summe Volumen in EUR	Kurs 0,00	Abweichung zum Vortag in %	Wochentag
10.11.2022	55.390,00	1.102.305,31	207,00	4.113,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	80,00	1.593,60	178,00	3.539,20	**55.855,00**	**1.111.551,47**	**19,90**		Donnerstag
11.11.2022	18.240,00	362.959,58	104,00	2.070,16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**18.344,00**	**365.029,74**	**19,90**	0,0%	Freitag
12.11.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**19,90**	0,0%	Samstag
13.11.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**19,90**	0,0%	Sonntag
14.11.2022	37.840,00	757.386,52	1.092,00	21.823,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.280,00	25.475,80	0,00	0,00	**40.212,00**	**804.685,70**	**20,01**	0,6%	Montag
15.11.2022	31.760,00	633.621,53	937,00	18.687,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**32.697,00**	**652.309,39**	**19,95**	-0,3%	Dienstag
16.11.2022	8.610,00	170.068,16	127,00	2.497,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	80,00	1.574,40	1.025,00	20.332,60	**9.842,00**	**194.472,20**	**19,76**	-1,0%	Mittwoch
17.11.2022	3.230,00	63.561,23	1,00	19,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	443,00	8.629,64	150,00	2.922,00	0,00	0,00	**3.824,00**	**75.132,37**	**19,65**	-0,6%	Donnerstag
18.11.2022	17.840,00	350.762,94	41,00	810,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	15,00	296,40	**17.896,00**	**351.869,42**	**19,66**	0,1%	Freitag
19.11.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**19,66**	0,0%	Samstag
20.11.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**19,66**	0,0%	Sonntag
21.11.2022	58.080,00	1.127.425,73	1.031,00	19.661,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	241,00	4.646,16	0,00	0,00	**59.352,00**	**1.151.733,73**	**19,41**	-1,3%	Montag
22.11.2022	16.270,00	294.924,66	468,00	8.480,40	0,00	0,00	100,00	1.802,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	1.774,00	1.206,00	21.731,02	**18.144,00**	**328.712,08**	**18,12**	-6,6%	Dienstag
23.11.2022	7.800,00	145.373,28	725,00	13.499,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	420,00	7.887,60	1.120,00	20.898,60	**10.065,00**	**187.659,02**	**18,64**	2,9%	Mittwoch
24.11.2022	3.400,00	64.108,02	166,00	3.085,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,00	93,00	0,00	0,00	**3.571,00**	**67.286,08**	**18,84**	1,1%	Donnerstag
25.11.2022	6.090,00	115.451,18	26,00	491,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	300,00	5.610,00	**6.416,00**	**121.552,68**	**18,95**	0,5%	Freitag
26.11.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**18,95**	0,0%	Samstag
27.11.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**18,95**	0,0%	Sonntag
28.11.2022	3.430,00	65.217,68	82,00	1.511,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**3.512,00**	**66.728,86**	**19,00**	0,3%	Montag
29.11.2022	4.690,00	90.867,81	4,00	76,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	500,00	9.740,00	200,00	3.900,00	**5.394,00**	**104.584,77**	**19,39**	2,0%	Dienstag
30.11.2022	11.130,00	208.717,55	265,00	4.847,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**11.395,00**	**213.565,15**	**18,74**	-3,3%	Mittwoch
01.12.2022	10.830,00	191.734,32	143,00	1.518,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	800,00	14.120,00	**11.773,00**	**207.372,82**	**17,61**	-6,0%	Donnerstag
02.12.2022	9.580,00	168.993,12	248,00	4.350,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	1.776,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**9.928,00**	**175.119,70**	**17,64**	0,1%	Freitag
03.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,64**	0,0%	Samstag
04.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,64**	0,0%	Sonntag
05.12.2022	5.320,00	92.482,35	380,00	6.378,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	38,00	665,00	0,00	0,00	**5.738,00**	**99.525,75**	**17,35**	-1,7%	Montag
06.12.2022	5.110,00	89.231,84	181,00	3.111,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	300,00	5.220,00	**5.591,00**	**97.563,64**	**17,45**	0,6%	Dienstag
07.12.2022	1.360,00	24.353,93	31,00	546,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.391,00**	**24.900,15**	**17,90**	2,6%	Mittwoch
08.12.2022	1.550,00	27.309,45	130,00	2.302,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	110,00	1.953,40	0,00	0,00	**1.790,00**	**31.565,45**	**17,63**	-1,5%	Donnerstag
09.12.2022	190,00	3.342,86	1,00	17,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**191,00**	**3.360,66**	**17,60**	-0,2%	Freitag
10.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,60**	0,0%	Samstag
11.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,60**	0,0%	Sonntag
12.12.2022	6.100,00	108.362,84	82,00	1.428,16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**6.182,00**	**109.791,00**	**17,76**	0,9%	Montag
13.12.2022	2.030,00	35.366,66	137,00	2.367,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**2.167,00**	**37.733,74**	**17,41**	-2,0%	Dienstag
14.12.2022	970,00	16.879,84	510,00	9.000,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.480,00**	**25.880,64**	**17,49**	0,4%	Mittwoch
15.12.2022	1.400,00	24.503,92	31,00	537,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	20,00	345,20	0,00	0,00	**1.451,00**	**25.386,70**	**17,50**	0,1%	Donnerstag
16.12.2022	1.720,00	30.137,50	90,00	1.583,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	500,00	8.880,00	**2.310,00**	**40.600,84**	**17,58**	0,5%	Freitag
17.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,58**	0,0%	Samstag
18.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,58**	0,0%	Sonntag
19.12.2022	990,00	17.383,91	44,00	776,56	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.034,00**	**18.160,47**	**17,56**	-0,1%	Montag
20.12.2022	6.230,00	108.946,50	31,00	536,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	200,00	3.500,00	0,00	0,00	**6.461,00**	**112.982,70**	**17,49**	-0,4%	Dienstag
21.12.2022	1.330,00	23.271,01	81,00	1.400,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.411,00**	**24.671,73**	**17,49**	0,0%	Mittwoch
22.12.2022	1.280,00	22.323,07	49,00	859,10	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	1.766,00	0,00	0,00	0,00	0,00	250,00	4.328,00	0,00	0,00	**1.679,00**	**29.276,17**	**17,44**	-0,3%	Donnerstag
23.12.2022	1.020,00	17.762,48	1,00	17,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	156,00	2.745,60	0,00	0,00	**1.177,00**	**20.525,92**	**17,44**	0,0%	Freitag
24.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,44**	0,0%	Samstag
25.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,44**	0,0%	Sonntag
26.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,44**	0,0%	Montag
27.12.2022	190,00	3.309,78	37,00	641,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	321,00	5.566,14	0,00	0,00	**548,00**	**9.517,50**	**17,37**	-0,4%	Dienstag
28.12.2022	650,00	11.255,92	30,00	517,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	200,00	3.448,00	**880,00**	**15.221,04**	**17,30**	-0,4%	Mittwoch
29.12.2022	880,00	15.099,39	52,00	880,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**932,00**	**15.980,09**	**17,15**	-0,9%	Donnerstag
30.12.2022	7.010,00	117.578,73	1.112,00	18.760,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	500,00	8.450,00	0,00	0,00	**8.622,00**	**144.789,05**	**16,79**	-2,1%	Freitag
31.12.2022			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**16,79**	0,0%	Samstag
01.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**16,79**	0,0%	Sonntag
02.01.2023	1.690,00	28.653,11	18,00	306,52	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.708,00**	**28.959,63**	**16,96**	1,0%	Montag
03.01.2023	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	250,00	4.195,00	200,00	3.396,00	**450,00**	**7.591,00**	**16,87**	-0,5%	Dienstag
04.01.2023	10,00	170,45	41,00	687,16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**51,00**	**857,61**	**16,82**	-0,3%	Mittwoch
05.01.2023	340,00	5.688,00	87,00	1.459,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	300,00	5.022,00	0,00	0,00	**727,00**	**12.169,68**	**16,74**	-0,5%	Donnerstag
06.01.2023	2.220,00	37.738,89	35,00	589,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**2.255,00**	**38.328,79**	**17,00**	1,5%	Freitag
07.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,00**	0,0%	Samstag
08.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,00**	0,0%	Sonntag
09.01.2023	1.240,00	21.217,76	3,00	50,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	290,00	4.931,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.533,00**	**26.199,72**	**17,09**	0,5%	Montag
10.01.2023	1.530,00	26.325,18	10,00	173,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.540,00**	**26.498,78**	**17,21**	0,7%	Dienstag
11.01.2023	1.420,00	24.595,54	16,00	276,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.436,00**	**24.872,26**	**17,32**	0,7%	Mittwoch
12.01.2023	1.250,00	21.734,00	40,00	699,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.290,00**	**22.433,20**	**17,39**	0,4%	Donnerstag
13.01.2023	2.130,00	37.374,47	5,00	86,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	240,00	4.176,00	**2.375,00**	**41.636,87**	**17,53**	0,8%	Freitag
14.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,53**	0,0%	Samstag
15.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,53**	0,0%	Sonntag
16.01.2023	620,00	10.888,69	112,00	1.962,34	0,00	0,00	10,00	173,20	5,00	87,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**747,00**	**13.111,83**	**17,55**	0,1%	Montag
17.01.2023	560,00	9.738,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**560,00**	**9.738,06**	**17,39**	-0,9%	Dienstag
18.01.2023	6.470,00	112.411,72	1.072,00	18.561,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	180,00	3.114,00	**7.722,00**	**134.087,70**	**17,36**	-0,1%	Mittwoch
19.01.2023	4.450,00	79.125,45	1.077,00	18.929,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**5.527,00**	**98.054,81**	**17,74**	2,2%	Donnerstag
20.01.2023	9.390,00	171.483,00	156,00	2.843,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**9.546,00**	**174.326,30**	**18,26**	2,9%	Freitag
21.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**18,26**	0,0%	Samstag
22.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**18,26**	0,0%	Sonntag
23.01.2023	360,00	6.610,25	8,00	145,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	40,00	726,40	**408,00**	**7.482,61**	**18,34**	0,4%	Montag
24.01.2023	200,00	3.664,50	573,00	10.422,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	40,00	727,20	**813,00**	**14.813,88**	**18,22**	-0,6%	Dienstag
25.01.2023	2.300,00	42.010,88	20,00	368,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	18,32	0,00	0,00	**2.321,00**	**42.397,20**	**18,27**	0,2%	Mittwoch
26.01.2023	3.300,00	60.239,52	4,00	73,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**3.304,00**	**60.312,72**	**18,25**	-0,1%	Donnerstag
27.01.2023	4.150,00	76.721,47	23,00	422,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.200,00	22.056,00	**5.373,00**	**99.199,47**	**18,46**	1,1%	Freitag
28.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**18,46**	0,0%	Samstag
29.01.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**18,46**	0,0%	Sonntag
30.01.2023	980,00	18.085,31	45,00	781,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	500,00	9.250,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**1.525,00**	**28.117,15**	**18,44**	-0,1%	Montag
31.01.2023	16.250,00	297.722,75	148,00	2.718,32	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	**16.398,00**	**300.441,07**	**18,32**	-0,6%	Dienstag
01.02.2023	3.790,00	67.622,32	560,00	9.736,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	1.738,00	540,00	9.406,00	**4.990,00**	**88.502,32**	**17,74**	-3,2%	Mittwoch
02.02.2023	8.570,00	154.163,16	577,00	10.394,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	380,00	6.756,40	**9.527,00**	**171.314,24**	**17,98**	1,4%	Donnerstag
03.02.2023	1.920,00	34.410,43	68,00	1.227,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	400,00	7.128,00	0,00	0,00	**2.388,00**	**42.765,63**	**17,91**	-0,4%	Freitag
04.02.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,91**	0,0%	Samstag
05.02.2023			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			**17,91**	0,0%	Sonntag
06.02.2023	1.210,00	21.711,88	30,00	539,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	400,00	7.192,00	**1.640,00**	**29.443,28**	**17,95**	0,2%	Montag
07.02.2023	320,00	5.720,06	112,00	1.999,04	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	1.778,00	0,00	0,00	0,00	0,00	500,00	8.910,00	2.244,00	40.227,60	**3.276,00**	**58.634,70**	**17,90**	-0,3%	Dienstag
08.02.2023	1.640,00	29.315,66	27,00	480,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	73,00	1.303,78	0,00	0,00	**1.740,00**	**31.100,04**	**17,87**	-0,1%	Mittwoch
09.02.2023	1.060,00	18.868,11	97,00	1.736,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	195,00	3.474,90	0,00	0,00	**1.352,00**	**24.079,01**	**17,81**	-0,4%	Donnerstag

Anzahl Handelstage:	**65**	**65**	
Summe:	**461.777,00**	**8.724.267,97**	
Minimum:			**16,74**
Maximum:			**20,01**

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

DokID:

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 Fehlschlagen, 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.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

Lizensiert für/Licensed to: PKF Fasselt Partnerschaft mbB WPG StBG RAe

DokID:

(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.

Lizensiert für/Licensed to: PKF Fasselt Partnerschaft mbB WPG StBG RAe

Besondere Auftragsbedingungen

P K F Fasselt Partnerschaft mbB
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte

Präambel

Diese Besonderen Auftragsbedingungen der PKF Fasselt Partnerschaft mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft Rechtsanwälte (nachstehend als PKF bezeichnet) modifizieren die vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. publizierten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017 (IDW AAB).

Aus berufsrechtlichen Gründen modifiziert PKF die in den IDW AAB enthaltenen Haftungsregelungen für Leistungen, auf welche weder eine gesetzliche noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet, indem zugunsten der Auftraggeber der Haftungshöchstbetrag auf 10 Mio. EUR für Einzelschäden bzw. 12,5 Mio. EUR für Serienschäden erhöht und der Haftungsmaßstab auf einfache Fahrlässigkeit ausgeweitet wird.

Dazu wird Ziffer 9. „Haftung“ der IDW AAB aufgehoben und durch die nachfolgenden Regelungen ersetzt:

Haftung von PKF

(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 von PKF für Schadenersatzansprüche 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 durch einfache Fahrlässigkeit verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 52 Abs. 1 Nr. 2 BRAO auf **10 Mio. EUR** beschränkt.

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

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit PKF bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer durch einfache Fahrlässigkeit verursachten Pflichtverletzung durch PKF 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 PKF nur bis zur Höhe von **12,5 Mio. EUR** in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadenersatzanspruch 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 Schadenersatzansprüche, 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.