

**Anlage 4**  
zum Übertragungsbericht der BHS Verwaltungs AG

# Rödl & Partner

GUTACHTERLICHE STELLUNGNAHME ZUM  
UNTERNEHMENSWERT DER BHS TABLETOP AG  
SOWIE ZUR ANGEMESSENEN BARABFINDUNG  
NACH §62 ABS. 5 SATZ 8 UMWG I.V.M. §327B AKTG

BHS TABLETOP AG, SELB

München

30. Juli 2020



**Persönlich / vertraulich**  
BHS Verwaltungs Aktiengesellschaft  
Herr Marco Pagacz  
Löwengrube 18  
80333 München

Rödl & Partner GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft  
  
Denninger Straße 84  
81925 München  
Internet: [www.roedl.de](http://www.roedl.de)

München, 30. Juli 2020

**Gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der BHS Tabletop AG sowie zur angemessenen Barabfindung nach §62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §327b AktG**

Sehr geehrte Damen und Herren,

entsprechend dem uns erteilten Auftrag erhalten Sie anbei unsere Gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der BHS tabletop AG sowie zur angemessenen Barabfindung nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §327b AktG.

Wir erstatten diesen Bericht aufgrund unserer Untersuchungen sowie der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und Auskünfte.

Mit freundlichen Grüßen



Peter Längle  
Wirtschaftsprüfer  
Steuerberater



Stefan Herrmann  
Certified Valuation Analyst

i.A. 

Tobias Neukirchner  
Wirtschaftsprüfer

**Peter Längle**  
Partner  
Transaction & Valuation Services  
T: +49 (89) 928 780 – 200  
[peter.laengle@roedl.com](mailto:peter.laengle@roedl.com)

**Stefan Herrmann**  
Senior Advisor  
Transaction & Valuation Services  
T: +49 (711) 78 191 – 4499  
[stefan.herrmann@roedl.com](mailto:stefan.herrmann@roedl.com)

**Tobias Neukirchner**  
Associate Partner  
Transaction & Valuation Services  
T: +49 (89) 928 780 – 395  
[tobias.neukirchner@roedl.com](mailto:tobias.neukirchner@roedl.com)

# AGENDA

<b>AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG</b>	<b>3</b>		
<b>1. BESCHREIBUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS</b>	<b>6</b>		
1.1 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN	7		49
1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD	11		
<b>2. HISTORISCHE ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>18</b>		<b>50</b>
2.1 HISTORISCHE ERTRAGSLAGE	19		
2.2 HISTORISCHE VERMÖGENSLAGE	22		
<b>3. DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE</b>	<b>25</b>		<b>55</b>
3.1 DARSTELLUNG DER PLANUNGSMETHODIK	26		
3.2 ANALYSE DER PLANUNGSTREUE	28		
3.3 ANALYSE DER LAUFENDEN GESCHÄFTSENTWICKLUNG	29		
3.4 DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE	30		
3.5 DARSTELLUNG DER GUTACHTERLICHEN ANPASSUNGEN	34		
3.6 GESAMTWÜRDIGUNG DER PLANANNAHMEN	35		
<b>4. BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND METHODEN</b>	<b>36</b>		<b>57</b>
4.1 BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN	37		
4.2 METHODISCHE VORGEHENSWEISE	40		
<b>5. ABLEITUNG DES UNTERNEHMENSWERTES</b>	<b>41</b>		
5.1 NICHT BETRIEBSNOTWENDIGES VERMÖGEN	42		
5.2 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES	44		
5.3 ABLEITUNG DES UNTERNEHMENSWERTES	48		
5.4 ABLEITUNG DES WERTES JE AKTIE			49
<b>6. PLAUSIBILISIERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES</b>			<b>50</b>
<b>7. ABSCHLIEßENDE FESTSTELLUNG</b>			<b>55</b>
<b>ANHANG</b>			<b>57</b>
1 ABLEITUNG BETAFAKTOREN			58
2 DARSTELLUNG MULTIPLIKATOREN			60
3 ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS			61
4 ALLGEMEINE AUFTRAGSBEDINGUNGEN			62

# AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

---

# AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

## Auftrag und Auftragsdurchführung

- Die BHS Verwaltungs Aktiengesellschaft, München, (im Folgenden „BHS Verwaltungs AG“) hält gegenwärtig 94,36% der Anteile an der BHS tabletop Aktiengesellschaft, Selb (im Folgenden „BHS tabletop“ oder „die Gesellschaft“). Die BHS Verwaltungs AG hat als Hauptaktionärin der BHS tabletop entsprechend § 327a ff. AktG i.V.m. § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG ein sogenanntes verschmelzungsrechtliches Squeeze-Out-Verfahren eingeleitet und verlangt die Übertragung der übrigen sich im Streubesitz befindlichen 5,64% der Anteile auf die BHS Verwaltungs AG. Die Anteilsübertragung durch die übrigen Minderheitsaktionäre der BHS tabletop muss gemäß §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung erfolgen.
- Vor diesem Hintergrund hat uns der Vorstand der BHS Verwaltungs AG mit der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts der BHS tabletop sowie der angemessenen Barabfindung für die auszuschließenden Minderheitsaktionäre der BHS tabletop beauftragt.
- Gegenstand unseres Auftrags ist die Erstellung einer Gutachterlichen Stellungnahme über den objektivierten Unternehmenswert der BHS tabletop und die Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG.
- Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der Tag der Hauptversammlung der BHS tabletop, die, gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, den Beschluss zur Übertragung ihrer Aktien auf die BHS Verwaltungs AG fasst. Es ist geplant, dass die Hauptversammlung der BHS tabletop am 22. September 2020 stattfindet.
- Bei der Auftragsdurchführung haben wir den IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008 beachtet. Im Sinne des IDW S1 erstatte wir diese gutachterliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters und ermittelte einen objektivierten Unternehmenswert der BHS tabletop.
- Die vorliegende Bewertung haben wir - mit Unterbrechungen - von April bis Juli 2020 in den Geschäftsräumen der BHS tabletop sowie in unseren Büroräumen in Stuttgart und München durchgeführt.
- Zentrale Grundlage unserer Untersuchungen sind die vom Auftraggeber zur Verfügung gestellten Unterlagen. Diese umfassten insbesondere:
  - o Jahresabschlüsse der zum Konsolidierungskreis gehörenden Einzelgesellschaften für die Jahre 2017 bis 2019 sowie ggf. die jeweiligen Prüfungsberichte bzw. Bestätigungsvermerke,
  - o Konzernabschlüsse der BHS tabletop für die Jahre 2017 bis 2019 inkl. des jeweiligen Prüfungsberichts,
  - o Aktuelle Planungsrechnung (Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung) der BHS tabletop unter Berücksichtigung der Effekte aus der aktuellen SARS-CoV-2 Pandemie und Maßnahmen zur Sanierung der BHS tabletop,
  - o Aktuelle Gewinn- und Verlustrechnung der BHS tabletop für April und Mai 2020,
  - o Bankenpräsentation der BHS tabletop von März 2020,
  - o Einsicht in die Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen der letzten drei Jahre,
  - o Bericht über die Ergebnisse der Risikoinventur der BHS tabletop des Jahres 2020,
  - o Übersicht der im Eigentum der BHS tabletop befindlichen Immobilien,
  - o Monatliche Kontennachweise zur Bilanz sowie zur Gewinn- und Verlustrechnung für die Jahre 2017 bis Juni 2020,
  - o Pensionsgutachten für das Jahr 2019.Darüber hinaus wurden uns im Rahmen unserer Tätigkeit von den Vorständen und weiteren Mitarbeitern der BHS tabletop mündliche und schriftliche Auskünfte erteilt. In den Gesprächen wurde uns insbesondere das Geschäftsmodell der BHS tabletop erläutert und die Unternehmensplanung mit den zugrunde liegenden Annahmen besprochen.
- Alle für die Bewertung notwendigen Auskünfte wurden uns bereitwillig erteilt. Der Vorstand der BHS tabletop hat uns eine Vollständigkeitserklärung abgegeben mit dem Inhalt, dass uns alle Angaben, die für die Erstattung dieser Gutachterlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig mitgeteilt wurden.

# AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

## Auftrag und Auftragsdurchführung (fortges.)

- Unsere Untersuchungen umfassen insbesondere auch die Überprüfung der Planung der BHS tabletop auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen.
- Wir übernehmen keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse bzw. der durchzuführenden Maßnahmen. Demzufolge stellt dieser Bericht kein Testat und auch keine andere Form der Bescheinigung oder Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder der Unternehmensplanung dar.
- Die Erstellung der im Rahmen der Bewertung verwendeten Planungsrechnungen sowie ihrer zugrundeliegenden Fakten, Annahmen und Prämissen liegen ausschließlich im Verantwortungsbereich der BHS tabletop. Wir gehen hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften von der Richtigkeit der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen aus.
- Unsere Gutachterliche Stellungnahme dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage unseres Auftraggebers im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung und darf nicht für andere Zwecke verwendet werden.
- Es liegt ausschließlich im Verantwortungsbereich des Lesers dieses Berichts zu entscheiden, ob und in welcher Form die enthaltenen Informationen als für seine Zwecke nützlich und tauglich erscheinen und diese durch eigene Untersuchungen zeitnah zu erweitern, zu verifizieren oder zu aktualisieren.
- Die Gutachterliche Stellungnahme ist für die Verwendung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung sowie Maßnahmen im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG erstellt worden. Dies umfasst insbesondere die Verwendung
  - für eine Auslage des Gutachtens zur Einsichtnahme der Aktionäre (und ihre Vertreter bzw. Berater) in der beschlussfassenden Hauptversammlung und von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft,
  - für die Erteilung von Abschriften und die Versendung der Abschriften an Aktionäre (und ihre Vertreter bzw. Berater),

- für das Zugänglichmachendes Gutachtens über die Internetseite der Gesellschaft,
- für die Prüfung durch den gerichtlich bestellten Prüfer,
- für die Weitergabe an Aktionäre der BHS tabletop AG (und ihre Vertreter bzw. Berater) als Anlage zum Übertragungsbericht der BHS Verwaltungs AG,
- zur Erfüllung gesetzlicher Pflichten und Vorgaben,
- soweit dies für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nach §§ 62 Abs. 5 UmwG, 327a ff AktG zweckdienlich ist, und
- im Rahmen eines späteren Spruchverfahrens.

Die Gutachterliche Stellungnahme ist darüber hinaus nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Vorbehaltlich unserer vorherigen ausdrücklichen und schriftlichen Zustimmung darf die Gutachterliche Stellungnahme außerhalb der vorstehenden Zwecke nur dann an Dritte weitergegeben werden, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbestimmungen ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsvereinbarung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat. Die Weitergabe darf ausschließlich in vollem Wortlaut sowie einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck unseres zugrunde liegenden Auftrags und den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen erfolgen.

Unserem Auftrag liegen die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 zugrunde. Wir verweisen ergänzend auf die in Ziffer 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen enthaltenen Haftungsregelungen und den Haftungsausschluss gegenüber Dritten.

Alle in diesem Bericht dargestellten Berechnungen wurden mit Nachkommastellen durchgeführt. Sofern Zahlen in Tabellen zur besseren Übersichtlichkeit ohne Nachkommastellen ausgewiesen sind, kann die Addition bzw. Subtraktion der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

# 1. BESCHREIBUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

---

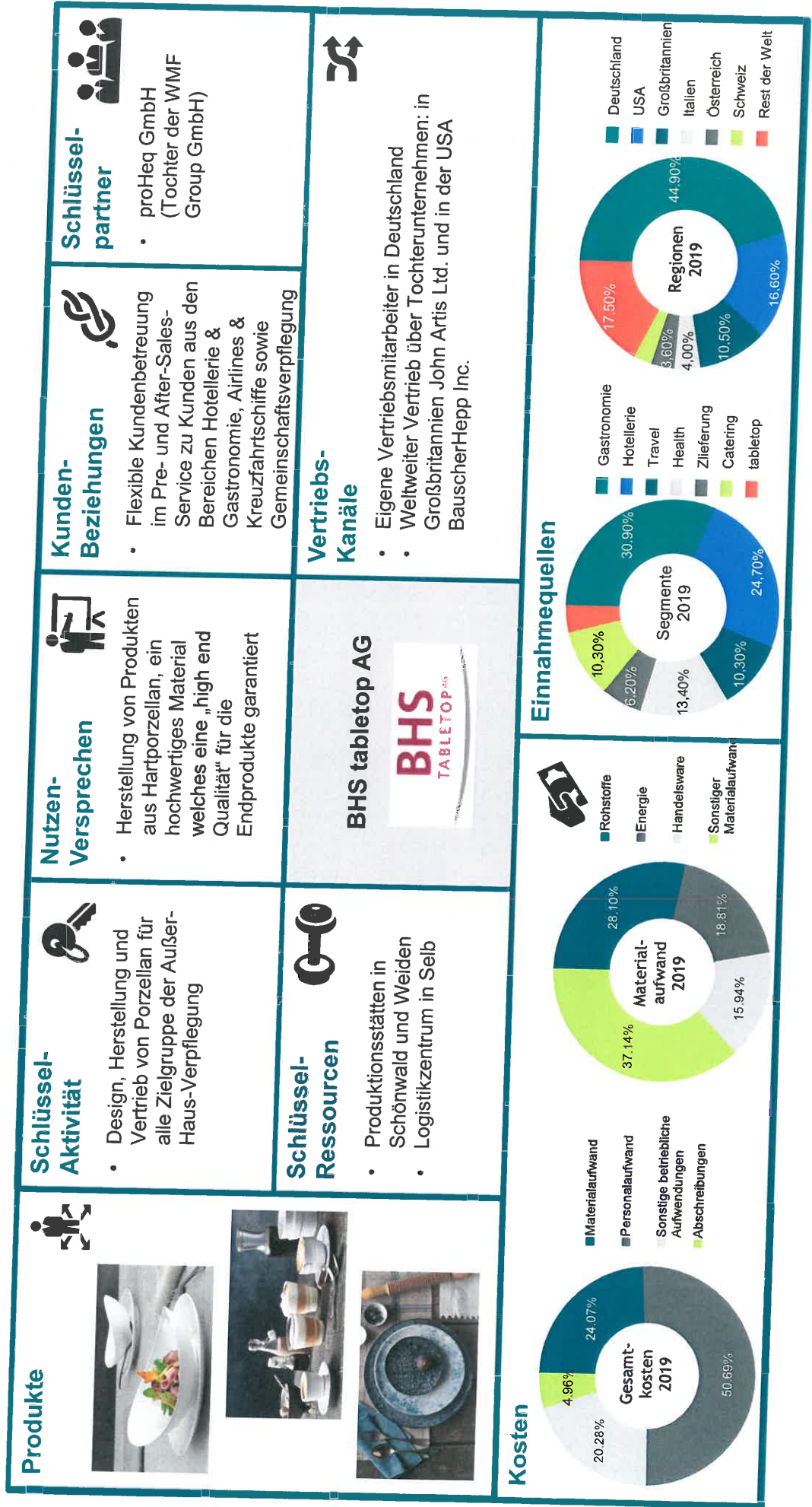
1.1 Wirtschaftliche Grundlagen

1.2 Markt- und Wettbewerbsumfeld



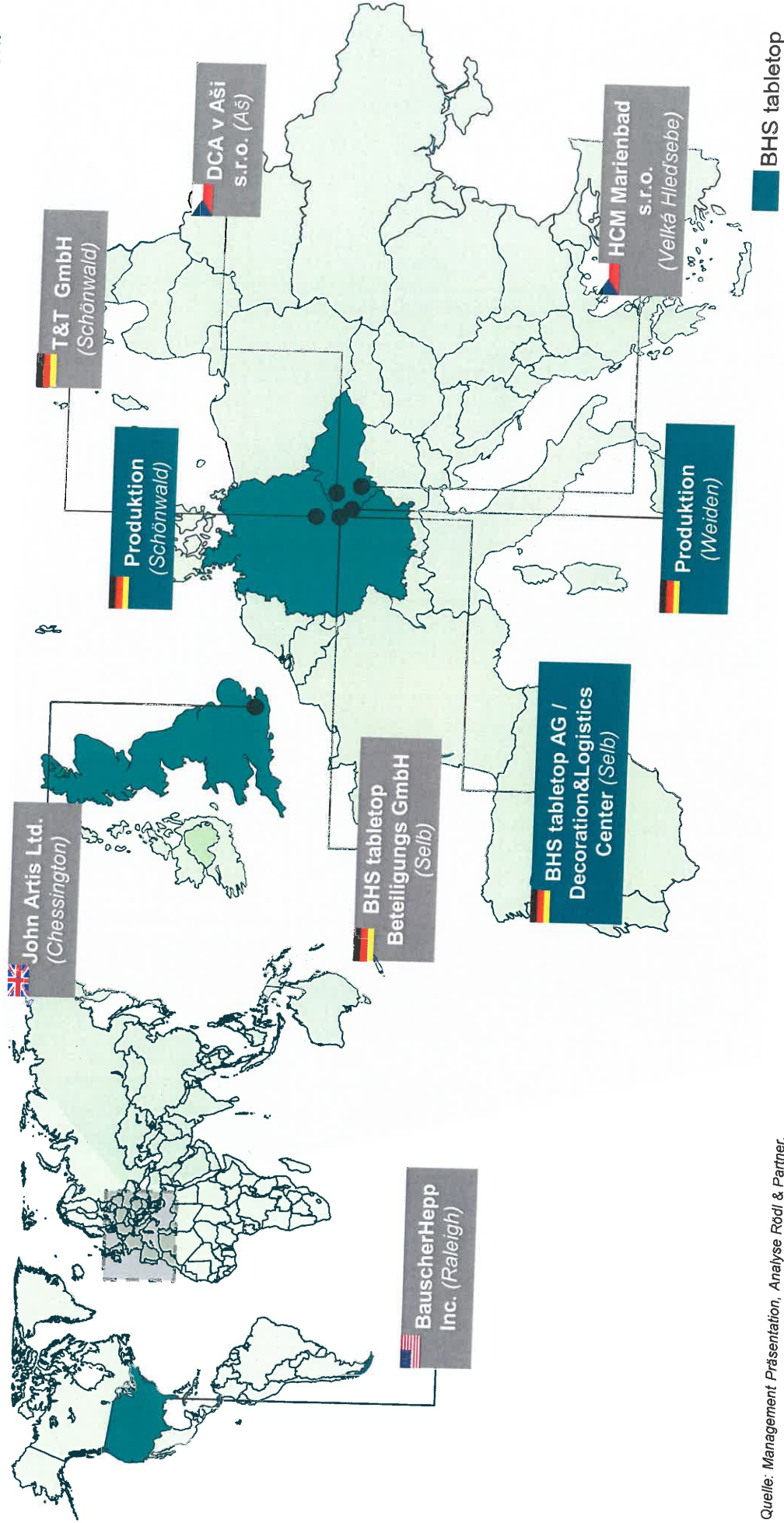
# 1.1 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN (1/4)

Gegenstand des Unternehmens BHS tabletop ist die Herstellung, der Vertrieb von Gegenständen aus keramischen oder anderen Materialien und von Erzeugnissen benachbarter Fachgebiete sowie zugehörige Dienstleistungen.



# 1.1 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN (2/4)
























Der Hauptsitz des BHS tabletop Konzerns liegt in Selb, Bayern. Die Produktionsstandorte der BHS tabletop befinden sich in Selb, Schönwald und Weiden. Betriebsstätten befinden sich in der Tschechischen Republik. Die Tochtergesellschaften in den USA (BauscherHepp Inc.) und Großbritannien (John Artis Ltd.) sind Handelsgesellschaften, die auch Produkte anderer Hersteller vertreiben.



Quelle: Management Präsentation, Analyse Rödl & Partner.

# 1.1 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN (3/4)

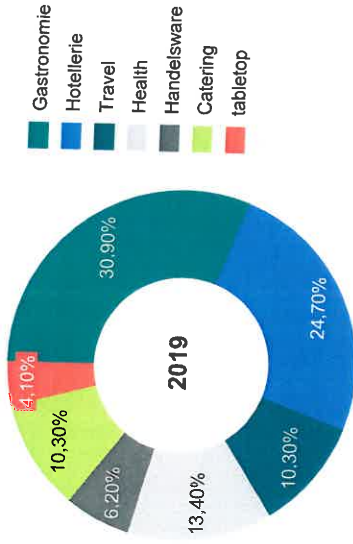
Die BHS tabletop ist in der Herstellung und dem Vertrieb von Kollektionen der eigenen Marken tätig, aber auch im Vertrieb eigener und fremder Produkte, insbesondere in den USA und Großbritannien. Zudem werden in der T&T GmbH Werkzeuge und Formen für die Herstellung von Porzellanprodukten entwickelt und gefertigt.

Gesellschaft	Bereich	Marken	Kurzbeschreibung
 BHS tabletop	Marken-geschäft	  	<p>Unter der Marke BAUSCHER werden vielfältige Kollektionen für die Bereiche Hotellerie und Gastronomie, Krankenhäuser und Pflegeeinrichtungen sowie Gemeinschaftsgastronomie vertrieben.</p> <p>Unter der Marke TAFELSTERN wird designstarkes Premiumporzellan mit sehr hoher Produktqualität mit Fokus auf die gehobene Gastronomie und Hotellerie angeboten.</p> <p>Unter der Marke SCHÖNWALD werden Speisekonzepte entwickelt, die vor allem auf die Anforderungen der Bereiche Hotellerie und Gastronomie, Krankenhaus und Pflegeeinrichtungen sowie der Gemeinschaftsgastronomie ausgelegt sind.</p>
 T&T GmbH	Sondervertrieb & Playground	 	<p>Der Bereich Sondervertrieb umfasst unter anderem den Verkauf spezieller Serien und weiterer Marken sowie seit 2015 das Buffetmöbelprogramm von Mogogo.</p> <p>Der Bereich Playground umfasst ein eigenständiges Sortiment an Tisch-Accessoires, das auf verschiedenen Materialien wie Leder, Schiefer oder Holz aufbaut.</p>
 John Artis Ltd.	Werkzeugbau		<p>Die T&amp;T GmbH ist auf Design, Konstruktion und Fertigung von Spezialwerkzeugen und Formen für die Porzellanherstellung spezialisiert. Hierunter fällt auch der Sondermaschinenbau, Software-Design sowie Forschung und Entwicklung.</p>
 John Artis Ltd.	Eigen- und Fremdvertrieb	     	<p>Die John Artis Ltd. vertreibt im Wesentlichen in Großbritannien Produkte der eigenen Marken der BHS tabletop sowie zahlreiche weitere bekannte Marken in den Bereichen Hotellerie und Gastronomie sowie Gemeinschaftsgastronomie.</p>
 Bauscher-Hepp Inc.	Eigen- und Fremdvertrieb	     	<p>Die BauscherHepp Inc. vertreibt in den USA im Wesentlichen Produkte von zahlreichen Markenherstellern für die Bereiche Hotellerie und Gastronomie, Krankenhaus und Pflegeeinrichtungen sowie Fluggesellschaften und Kreuzfahrtschiffe.</p>

# 1.1 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN (4/4)

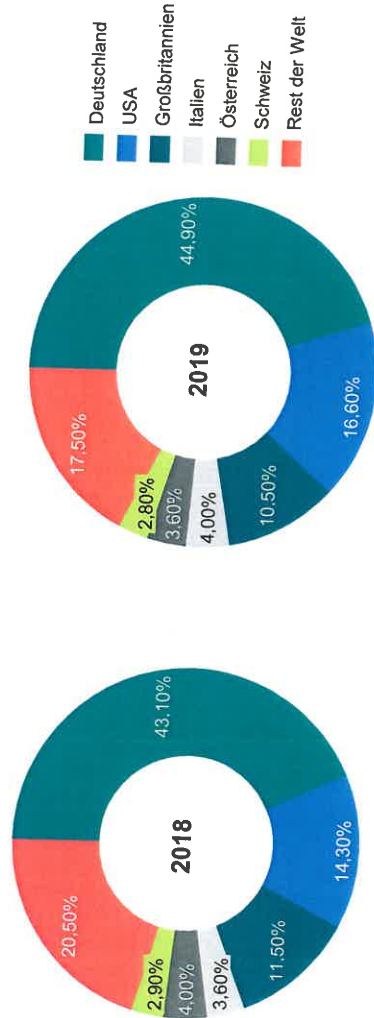
55% der Umsatzerlöse konnte im Jahr 2019 mit Kunden aus der Gastronomie und Hotellerie generiert werden. Die drei wichtigsten Märkte für BHS tabletop im Hinblick auf Umsatzvolumen sind Deutschland, USA und Großbritannien.

Umsatzverteilung der BHS tabletop nach Geschäftsbereichen und Kunden 2019



- Weitverbreitet werden durch den BHS tabletop Konzern Umsatzerlöse in mehr als 120 Ländern erwirtschaftet. Der BHS tabletop Konzern konnte die gesamten Umsatzerlöse von MEUR 118,7 in 2018 auf MEUR 121,4 in 2019 steigern.
- Ca. 76% der Umsatzerlöse konnten mit Kunden aus dem Gastgewerbe (Gastronomie, Hotellerie, Catering und Travel) erwirtschaftet werden. 55% der Umsatzerlöse wurden dabei alleine mit Kunden aus der Gastronomie und Hotellerie generiert, jeweils 10,3% in den Kundensegmenten Travel und Catering. Das Kundensegment Health (Krankenhäuser sowie Pflege- und Altenheime und Seniorenresidenzen) steuerte 13,4% der Umsatzerlöse bei.
- Die drei wichtigsten Märkte für BHS tabletop im Hinblick auf Umsatzvolumen sind Deutschland, USA und Großbritannien. Der Anteil des Umsatzes in Deutschland konnte von 43,1% im Jahr 2018 auf 44,9% gesteigert werden.
- Durch vergleichsweise überproportionalem Wachstum des US-Geschäfts im Jahr 2019 stieg der Anteil der in den USA generierten Umsatzerlöse auf rd. 16,6% der Konzernumsatzerlöse und hob sich somit positiv von der Entwicklung in der DACH-Region ab.
- Der Anteil der in Großbritannien erzielte Umsätze ist von 11,5% im Jahr 2018 auf 10,5% gesunken.

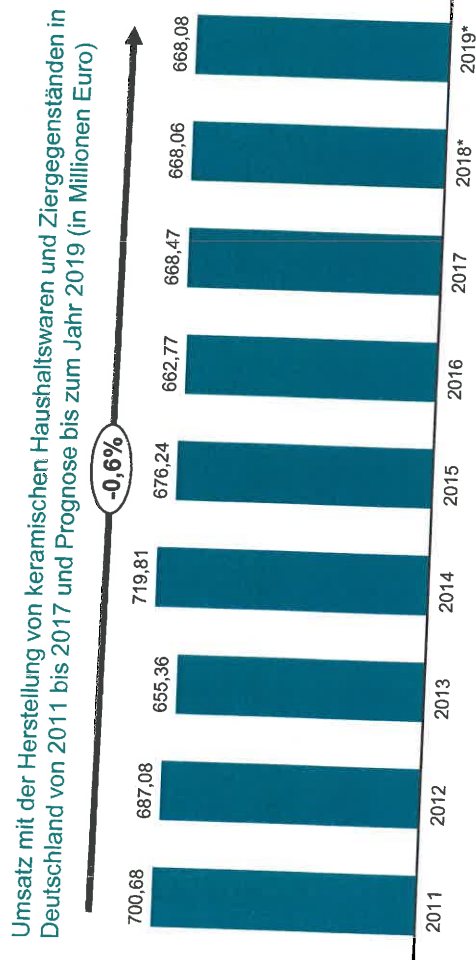
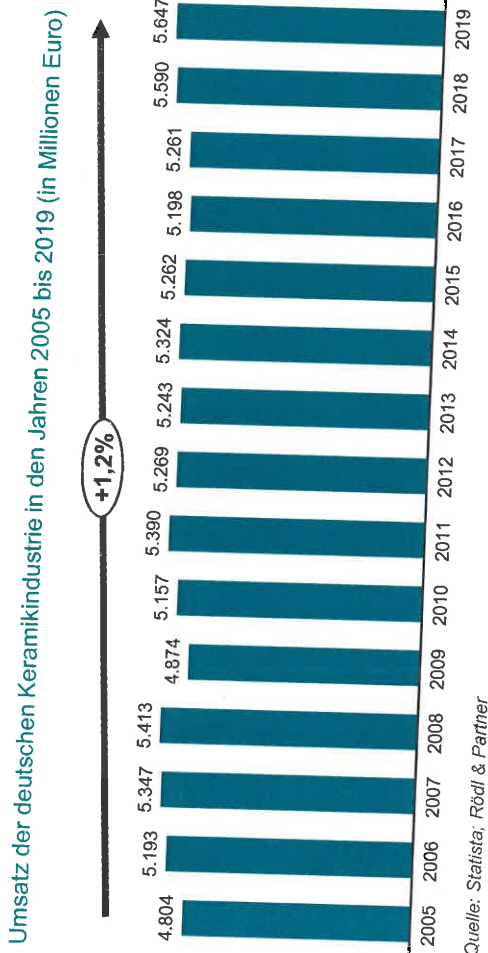
Umsatzverteilung der BHS tabletop nach Regionen 2018-2019



Quelle: Konzernabschluss BHS tabletop AG. Analyse Rödl & Partner.

# 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (1/7)

Die Keramikbranche ist im Bereich feinkeramische Porzellan- und Haushaltswaren vom privaten Konsum und der Konjunktur des Gastgewerbes getrieben.



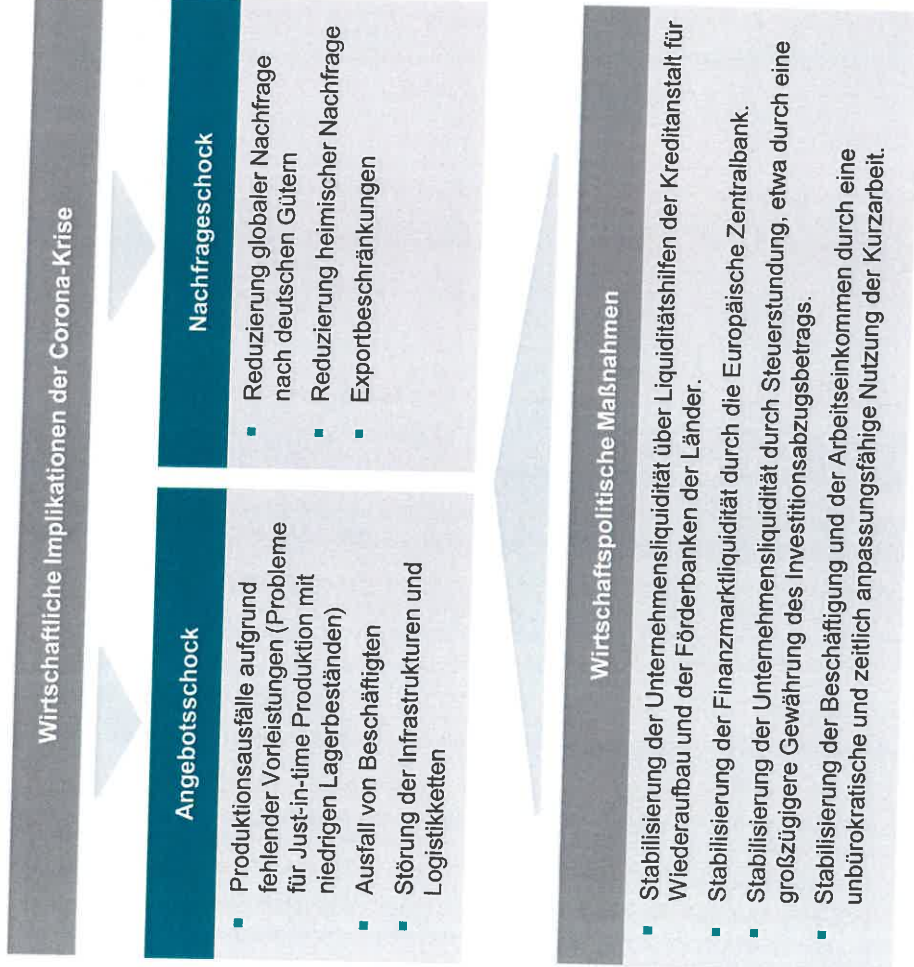
## Marktumfeld Keramikindustrie

- Die nebenstehende Grafik stellt den Umsatz der deutschen Keramikindustrie in den Jahren 2005 bis 2019 dar. Im Jahr 2009 ist der Umsatz der deutschen Keramikindustrie um 10% gesunken. Die Gründe für diesen Umsatzrückgang waren vor allem starker Preisdruck durch intensiven Wettbewerb, Marktconsolidierungen sowie sozio-demographische Veränderungen. In den Jahren 2010 bis 2016 hat sich der Umsatz wieder stabilisiert und im Jahr 2019 erwirtschaftete die deutsche Keramikindustrie einen Umsatz von rund 5,7 Milliarden Euro. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (2005-2019) betrug +1,2%.
- Die Herstellung von Keramik und Porzellan ist generell konjunkturrempfindlicher als andere Industriebranchen. Der Grund liegt in der traditionell starken Inlandsorientierung vor allem der Kleinen und mittelständischen Unternehmen. Die Keramikbranche ist im Bereich feinkeramische Porzellan- und Haushaltswaren vom privaten Konsum und der Konjunktur des Gastgewerbes getrieben.
- Das Gastgewerbe als wichtiger Abnehmer von Feinkeramik konnte laut dem statistischen Bundesamts 2019 eine Umsatzsteigerung von (nominal) 3% erzielen. Aufgrund der Corona-Pandemie und der weitreichenden Einschränkungen des öffentlichen Lebens ist für das Jahr 2020 ein signifikanter Umsatzrückgang für das Gastgewerbe zu erwarten.
- Die nebenstehende Grafik zeigt den Umsatz der Branche „Herstellung von keramischen Haushaltswaren und Ziergegenständen“ in Deutschland in den Jahren von 2011 bis 2017 sowie Statista Prognosen der zwei folgenden Jahre (in Millionen Euro). Basierend auf diesen Daten ergibt sich ein durchschnittlicher jährlicher Rückgang im Zeitraum 2011 bis 2019 der Branche von 0,6%.
- Der Bundesverband Keramische Industrie (BVKI) rechnet mit deutlich negativen Auswirkungen durch die Corona-Pandemie. Die Höhe der Auswirkungen der Coronavolatiln Lage und der damit verbundenen Unsicherheit sind aufgrund der noch immer sehr auf den folgenden Seiten im Detail ausgeführt wird.

# 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (2/7)

Die Corona Pandemie ist eine globale Pandemie mit bisher nicht verlässlich abschätzbaren wirtschaftlichen Folgen. Die Ausbreitung der Corona-Pandemie stellt gesamtwirtschaftlich gesehen sowohl einen negativen Nachfrageschock als auch einen negativen Angebotschock dar.

Wirtschaftliche Implikationen der Corona-Krise & wirtschaftspolitische Maßnahmen



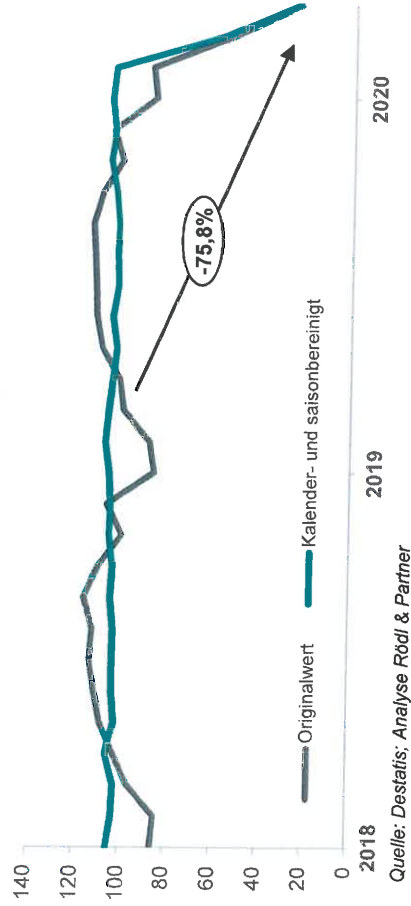
- Die ökonomischen Auswirkungen des Corona-Virus hängen systematisch an der epidemischen Qualität der Verbreitung sowie der Art und Weise der politischen Reaktionen. Die meisten Industrieländer versuchen mit verschiedenen Lockdown-Maßnahmen, wie Schulschließungen, Grenzschließungen und Ausgangssperren, die Ausbreitung des Virus einzudämmen.
- Die wesentliche Schwierigkeit im ökonomischen Umgang mit dem Corona-Virus ergibt sich daraus, dass in den betroffenen Volkswirtschaften gleichzeitig ein Angebotschock als auch einen Nachfrageschock ausgelöst wurde:
  - Das Corona-Virus als Angebotschock:
    - Bei weltweit hoch integrierten Wertschöpfungsketten übertragen sich Produktionsausfälle aufgrund fehlender Vorleistungen auch auf Unternehmen außerhalb der regionalen Epidemie-Zentren.
    - Problematisch ist hierbei insbesondere, dass viele Unternehmen heute auf eine Just-in-Time Produktion mit niedrigen Lagerbeständen setzen.
    - Außerdem sind die zugelieferten Komponenten oftmals extrem spezialisiert. Es gibt also für deutsche Betriebe, die auf chinesische Vorprodukte warten, oftmals weltweit keine Alternativen, die in vertretbarer Zeit und zu akzeptablen Preisen entsprechende Komponenten liefern könnten.
    - Ein weiterer Angebotschock ergibt sich, wenn Mitarbeiter ausfallen und für die Produktion nicht mehr zur Verfügung stehen.
    - Ein besonderes Problem zur Aufrechterhaltung der Produktionsketten kann sich durch die Beeinträchtigung der Verkehrsinfrastruktur ergeben, wenn über längere Zeit Flugverbindungen stark ausgedünnt oder storniert werden.
  - Das Corona-Virus als Nachfrageschock:
    - USA, China und andere stark vom Corona-Virus betroffene Volkswirtschaften werden auf absehbare Zeit ihre Nachfrage nach deutschen Vorprodukten, Investitions- und Konsumgütern sowie nach Tourismus-Dienstleistungen reduzieren.
    - Der internationale Währungsfonds rechnet aktuell mit der schwersten globalen Rezession seit 100 Jahren und erwartet für die Eurozone eine rückläufige Wirtschaftsentwicklung von 7,5%, für die USA eine Reduktion des Bruttoinlandsprodukts von 5,9%. Für 2021 wird zwar von einer wirtschaftlichen Erholung, jedoch keiner kompletten Kompensation des Jahres 2020 ausgegangen.

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft; Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft; Darstellung Rödl & Partner (Stand 06.03.2020)

# 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (3/7)

Die deutsche Keramikindustrie ist stark negativ durch die Corona Pandemie beeinflusst. Aufträge aus China wurden storniert und das USA-Geschäft ist eingebrochen. Zudem zählt das Gastgewerbe (Hotel/Gastro/Catering/Travel), das mit ca. 76% Umsatzanteil den Hauptabsatzkanal für BHS tabletop darstellt, zu den am stärksten von den Pandemie betroffenen Branchen.

Umsatzentwicklung des Gastgewerbes in konstanten Preisen (real, 2015 = 100)



## Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Keramikindustrie:

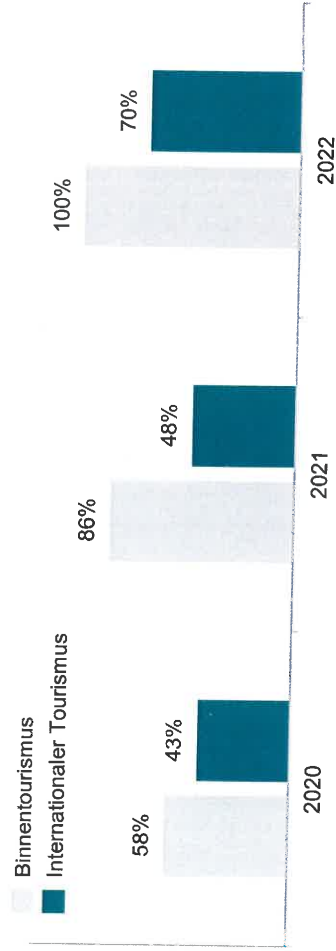
- Viele Unternehmen der keramischen Industrie sind von den Auswirkungen der Pandemie stark betroffen. Aufträge aus China wurden storniert, auch das USA-Geschäft ist eingebrochen. Wo Aufträge noch abgewickelt werden sollten, gab es zeitweise erhebliche Schwierigkeiten, Fracht zu versenden. Die aktuelle Krisensituation führt dazu, dass das überwiegend projektbezogene Geschäft der Geschirrersteller massiv rückläufig ist.
- Die Corona-Krise trifft die Keramik-Unternehmen deshalb besonders stark, weil das Hotel- und Gaststättengewerbe, Fluggesellschaften und Reedereien mit Kreuzfahrtschiffen zu deren Hauptkunden zählen. Da diese von Schließungen und Reisebeschränkungen besonders stark betroffen sind, geht der Bundesverband Keramische Industrie (BVKI) von einer nur sehr langsamen Erholung des Absatzmarktes für die Keramik-Branche aus. Dies zeigt die folgende Branchenanalyse für das Gastgewerbe:

– Gemäß Daten des statistischen Bundesamtes sank der reale Umsatz von Restaurants und Hotels in Deutschland im April 2020 im Vergleich zum Vorjahr um 75,8%. Der Deutsche Hotel- und Gaststättenverband („DEHOGA“) beziffert die aufgelaufenen Umsatzverluste für die Gesamtbranche im März und April auf fast zehn Milliarden Euro – alleine in Deutschland.

– Wie langwierig die Auswirkungen auf die Tourismus-Branche sein werden, zeigt eine Analyse des Kompetenzzentrums für Tourismus des Bundes: Gemäß deren Recovery Check #3 wird im optimistischen Szenario mit einer Erholung des internationalen Tourismus bis März 2022 gerechnet. Im realistischen Szenario wird erwartet, dass sich der internationale Tourismus erst bis Ende März 2023 auf das Niveau von 2019 erholen wird. Das pessimistische Szenario geht sogar davon aus, dass die Erholung bis Juni 2024 andauern wird.

▪ Aber nicht nur das Gastgewerbe ist massiv von den Auswirkungen der Pandemie betroffen. Auch zahlreiche Krankenhäuser sind aufgrund der hohen Kosten für die Pandemiebewältigung und die wegfallenden Einnahmen aus lukrativeren Operationen von einer Insolvenz bedroht. Darüber hinaus wurden REHA-Kliniken als Ersatzkrankenhäuser umgebaut, um Intensivstationen zu entlasten, Patienten fehlen zudem aufgrund der Verschiebung nicht lebensnotwendiger Operationen.











Gebuchter touristischer Umsatz nach Kalenderjahren in Prozent Basisumsatzvolumen 2019 gemäß realistischem Szenario des Kompetenzzentrums Tourismus des Bundes



## 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (4/7)

Die BHS tabletop ist einer der Weltmarktführer für Tischkultur im Bereich Außer-Haus. Die Branche ist geprägt von hohem Wettbewerbsdruck, insbesondere durch ausländische Wettbewerber (bspw. Steelite, RAK, Churchill).

Wesentliche Wettbewerber des BHS tabletop Konzerns

Unternehmen	Land (gegründet)	Produktportfolio	Umsatz Mio € (2019)	EBITDA Mio € (2019)	Geografischer Fokus	Verwendete Materialien
	 (1814)	- Porzellan & Geschirr für die internationale Hotellerie und Gastronomie	121,4	8,9	 Weltweit	HP
	 (1983)	- Porzellan & Geschirr für die internationale Hotellerie und Gastronomie	67,4 (2018)*	n. a.	   140 Länder	VC
	 (1989)	- Porzellangeschirr für die internationale Hotellerie und Gastronomie	264 AED Mio. (2018)	63,1 AED Mio. (2018)	Mittlerer Osten	VC

Mutterunternehmen:  
RAK Ceramics

HP – Hartporzellan, gebrannt bei 1.400°C  
VC – Vitreous China, gebrannt bei 1.200°C  
\* Exklusive Steelite International USA

















Quelle: Management Präsentation, Analyse Rödl & Partner.



## 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (5/7)

Die BHS tabletop ist einer der Weltmarktführer für Tischkultur im Bereich Außer-Haus. Die Branche ist geprägt von hohem Wettbewerbsdruck, insbesondere durch internationale Wettbewerber (bpsw. Steelite, RAK, Churchill).

Wesentliche Wettbewerber des BHS tabletop Konzerns

Unternehmen	Land (gegründet)	Produktportfolio	Umsatz Mio € (2019)	EBITDA Mio € (2019)	Geografischer Fokus	Verwendete Materialien
 Churchill China (GB) plc	 (1795)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Weltweit führender Anbieter für den gedeckten Tisch im Hospitality und Retail Bereich</li> <li>- Produktionsstätte in Stoke-on-Trent</li> </ul>	74,2	10,83	  	VC
 Mutterunternehmen: Arcturus S.r.l	 (1879)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Porzellan &amp; Geschirr</li> <li>- Besteck und Edelstahl-accessoires</li> <li>- Gläser</li> <li>- Kochtöpfe und Kochutensilien</li> <li>- Geschenke; Servietten und Kerzen</li> </ul>	75,0 (2018)	n.a.	 	HP
 DEGRENE	 (1948)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Porzellan &amp; Geschirr</li> <li>- Besteck</li> <li>- Tafelaccessoires</li> <li>- Gläser</li> </ul>	71,5 (März 2018)	1,22 (März 2018)	 	HP
 La porcelaine depuis 1818	 (1818)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Porzellan &amp; Geschirr</li> </ul>	12,1 (2018)	0,7 (2018)	 Weltweit	HP

HP – Hartporzellan, gebrannt bei 1.400°C

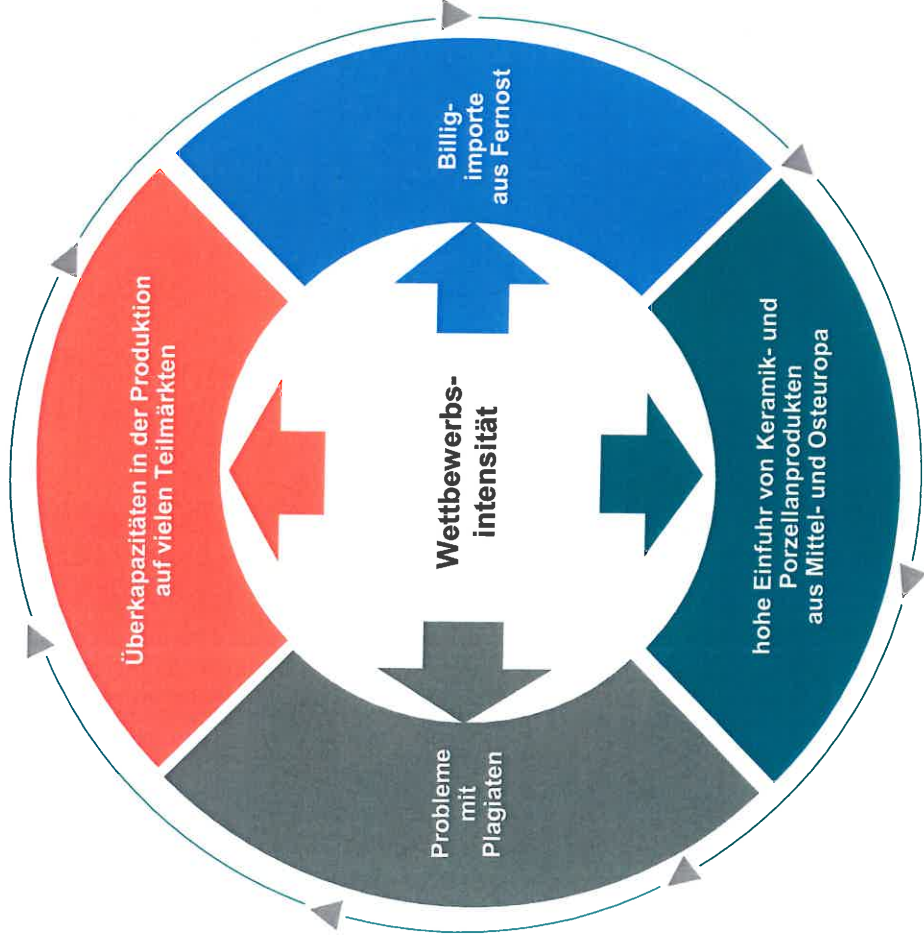
VC – Vitreous China, gebrannt bei 1.200°C

Quelle: Management Präsentation, Analyse Rödl & Partner.

## 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (6/7)

Die Wettbewerbsintensität in der Branche zur Herstellung von Keramik und Porzellan ist in den letzten Jahren weiter gestiegen und kann als sehr hoch eingestuft werden.

Hoher Konkurrenzdruck in der Herstellung von Keramik und Porzellan



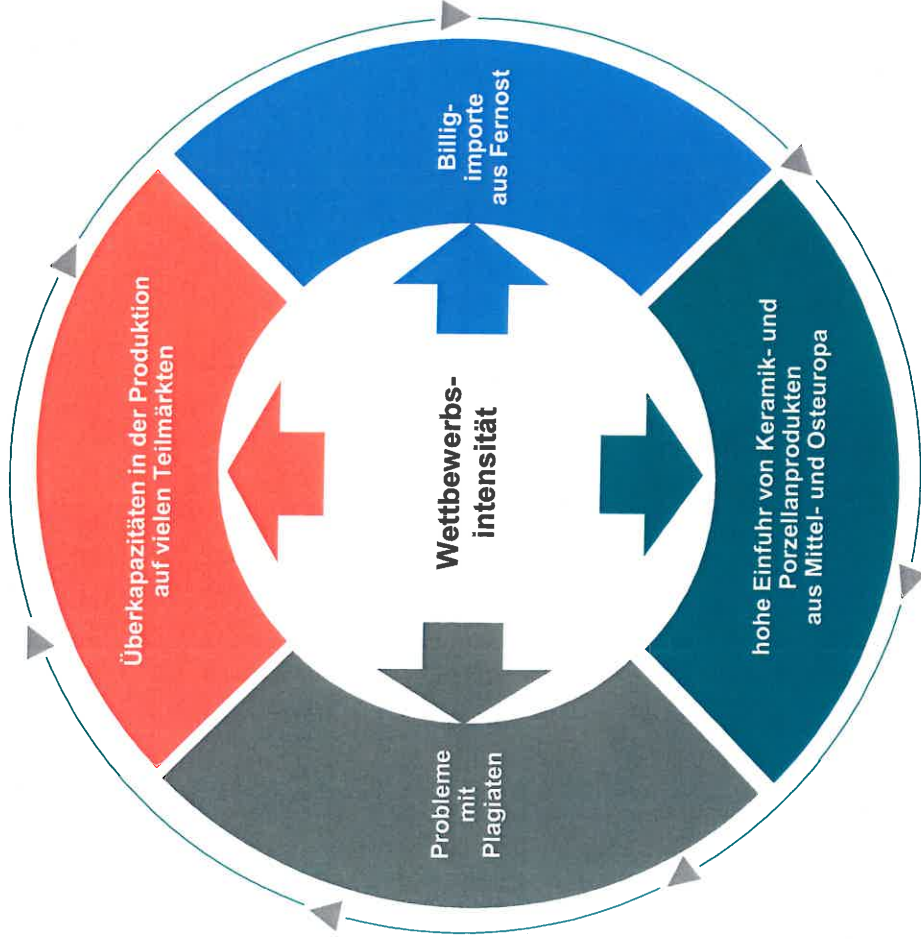
### Wettbewerbsumfeld

- Die Wettbewerbsintensität in der Branche ist in den letzten Jahren weiter gestiegen und kann als sehr hoch eingestuft werden. Der Grund liegt in Einfuhren aus Mittel- und Osteuropa und zugleich in der Zunahme von Billigimporten aus Fernost, insbesondere aus China.
- Hinzu kommen nach wie vor bestehende Überkapazitäten in der Produktion auf vielen Teilmärkten. Im europäischen und weltweiten Vergleich bereits schon hohe und inzwischen weiter gestiegene Energiekosten sowie weiter zunehmende Rohstoff- und Transportkosten belasten die Umsatzmargen. Zudem fallen die im internationalen Vergleich hohen Lohn- und Lohnnebenkosten in Deutschland zunehmend ins Gewicht.
- Insofern sind die deutschen Hersteller auf dem internationalen Markt vor allem bei traditionellen Erzeugnissen wie keramischen Haushaltswaren trotz hoher Qualität der in Deutschland gefertigten Produkte nur noch eingeschränkt wettbewerbsfähig.
- Vor diesem Hintergrund wird ein beträchtlicher Anteil feinkeramischer Produkte aus dem Ausland bezogen und in Deutschland lediglich veredelt. Aufgrund von Marktsättigung, der ausländischen Billigkonkurrenz sowie stetig wechselnden Designrends war und ist die Branche durch Übernahmen und Fusionen weiterhin einem starken Konzentrationsprozess unterworfen. Zuletzt hat Anfang März 2020 mit Kahla Porzellan ein weiterer deutscher Anbieter Insolvenz anmelden müssen.
- Die BHS tabletop zählt im internationalen Vergleich zu den Weltmarktführern. Die größten Wettbewerber sind Steelite (GB), Churchill China (GB) sowie RAK (Ras Al Khaimah/Vereinigte Arabische Emirate).
- Der Gesamtmarkt lässt sich in die zehn größten Hersteller, die schätzungsweise zusammen knapp die Hälfte der Umsätze in diesem Segment erwirtschaften, und eine große Gruppe kleinerer, lokaler Marktteilnehmer aufteilen, die einen Marktanteil von jeweils  $\leq 1\%$  generieren.
- Die BHS tabletop produziert ausschließlich Produkte aus Hartporzellan, ein hochwertiges Material welches eine „high end Qualität“ für die Endprodukte garantiert. Vor allem im Hinblick auf Widerstandsfähigkeit und Langlebigkeit hebt sich Hartporzellan von dem Alternativmaterial Vitreous China ab

## 1.2 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD (7/7)

Das Markt- und Wettbewerbsumfeld der BHS tabletop ist herausfordernd. Insbesondere die Auswirkungen der globalen COVID-19 Pandemie führen zu weiteren negativen Auswirkungen, die sich bereits in Restrukturierungen und Insolvenzen diverser Wettbewerber ausdrücken.

Hoher Konkurrenzdruck in der Herstellung von Keramik und Porzellan



### Zusammenfassende Würdigung des Markt- und Wettbewerbsumfelds

- Zusammenfassend zeigen insbesondere die hohe Wettbewerbsintensität der Branche durch Wettbewerber aus Mittel- und Osteuropa und Billigimporte aus Fernost sowie die bestehenden Überkapazitäten in der Produktion die herausfordernde Lage der Branche.
- Laut ifo Konjunkturtest (Stand: 07/2019) erwartet daher auch ein knappes Drittel der Hersteller von sonstigen Porzellan- und keramischen Produkten eine Verschlechterung der Geschäftslage. Durch die Auswirkungen der Corona-Pandemie ist davon auszugehen, dass sich diese Einschätzungen weiter verschlechtern werden.
- Die herausfordernde Lage der Branche wird auch durch die Schwierigkeiten von internationalen Konzernen unterstrichen. Steelite International und Churchill China plc haben jüngst Entlassungen angekündigt. Außerdem stellte das amerikanische Unternehmen Libbey Inc. Anfang Juni 2020 einen Insolvenzantrag und wurde entsprechend von der Börse genommen.
- Auch in Deutschland geriet, neben der aus 2009 bekannten Insolvenz der fränkischen Rosenthal AG, jüngst der Haushalts- und Hotelporzellanhersteller Khala/Thüringen Porzellan GmbH in die Zahlungsunfähigkeit und stellte im Frühjahr 2020 einen Insolvenzantrag. Weitere Entwicklungen umfassen die erfolglose Investorensuche und entsprechende Regelinsolvenz der Bayreuther Porzellanfabrik Walküre (Anfang 2020) sowie die Ankündigung der Porzellanmanufaktur Meissen über den Abbau von 200 Stellen aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Lage (Ende 2019).

## 2. HISTORISCHE ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE

---

2.1 Historische Ertragslage

2.2 Historische Vermögenslage

## 2.1 HISTORISCHE ERTRAGSLAGE (1/3)

Die Entwicklung der Umsatzerlöse ist im historischen Betrachtungszeitraum i.W. durch die individuelle Entwicklung der einzelnen Regionen charakterisiert. Der Inlandsumsatz stieg im Jahr 2019 um 6,4%, während der Umsatz im Export um -0,9% sank.

BHS Tabletop Group | Entwicklung Ertragslage

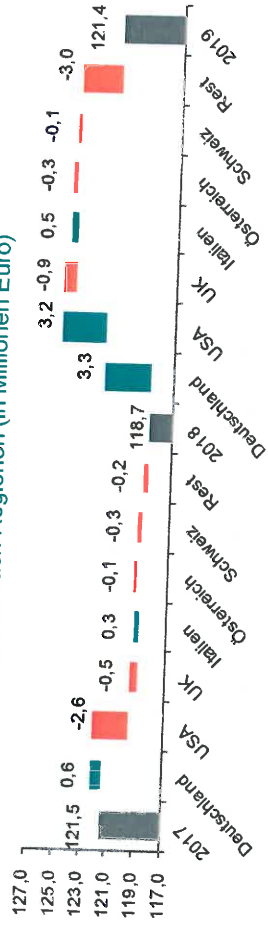
in TEUR	2017		2018		2019	
	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>121.451</b>	<b>118.698</b>	<b>121.431</b>	<b>118.698</b>	<b>121.431</b>	<b>118.698</b>
Bestandsveränderung	935	-475	-484	-475	-484	-475
Aktivierete Eigenleistung	743	1.858	965	1.858	965	1.858
<b>Gesamtleistung</b>	<b>123.129</b>	<b>120.081</b>	<b>121.912</b>	<b>120.081</b>	<b>121.912</b>	<b>120.081</b>
Materialaufwand	-36.168	-35.068	-36.504	-35.068	-36.504	-35.068
Rohrertrag	86.961	85.013	85.408	85.013	85.408	85.013
Personalaufwand	-52.548	-53.760	-53.425	-53.760	-53.425	-53.760
Sonstige betriebliche Erträge	2.425	2.198	2.669	2.198	2.669	2.198
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25.947	-25.325	-25.795	-25.325	-25.795	-25.325
Übriges Finanzergebnis	-	-243	-111	-243	-111	-243
EBITDA	10.891	7.883	8.746	7.883	8.746	7.883
Abschreibungen	-5.324	-5.310	-5.860	-5.310	-5.860	-5.310
<b>EBIT</b>	<b>5.567</b>	<b>2.573</b>	<b>2.886</b>	<b>2.573</b>	<b>2.886</b>	<b>2.573</b>
Außerordentliches Ergebnis	-742	-	-	-742	-	-
Finanzergebnis	-952	-300	-297	-952	-300	-297
<b>EBT</b>	<b>3.873</b>	<b>2.273</b>	<b>2.569</b>	<b>2.273</b>	<b>2.569</b>	<b>2.273</b>
Ertragsteuern	-1.379	-910	-761	-1.379	-910	-761
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>2.494</b>	<b>1.363</b>	<b>1.808</b>	<b>1.363</b>	<b>1.808</b>	<b>1.363</b>

Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)

Rohrertrag	70,6%	70,8%	70,1%
Personalaufwand	-42,7%	-44,8%	-43,8%
Sonstige betr. Aufwendungen	-21,1%	-21,1%	-21,2%
EBITDA	8,8%	6,6%	7,2%
EBIT	4,5%	2,1%	2,4%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödt & Partner

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Regionen (in Millionen Euro)



### Historische Entwicklung der Ertragslage

In der nebenstehenden Tabelle ist die historische Ertragslage der Jahre 2017 bis 2019 auf Basis der Konzernabschlüsse dargestellt, die nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellt wurde. Im Folgenden werden die wesentlichen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung kurz erläutert:

Im Geschäftsjahr 2019 sind die **Umsatzerlöse** der BHS tabletop (nach einem Rückgang von -1,6% im Vorjahr) von MEUR 118,7 um 2,3% auf MEUR 121,4 angestiegen. Dabei stützte sich der BHS tabletop Konzern auf ein spürbares Umsatzwachstum im Inland i.H.v. 6,4%, während der Umsatz im Export um -0,9% sank. Der Exportanteil verringerte sich deshalb leicht von 56,9% im Jahr 2018 auf 55,1% im Jahr 2019.

Die hohe Wettbewerbsintensität im Export ist auch auf preisaggressive Angebote von Wettbewerbern aus dem Nicht-Euro-Raum zurückzuführen, die aufgrund eines Währungsverfalls ihrer jeweiligen Landeswährungen insbesondere gegenüber dem Euro billiger exportieren können. Hinzu kommen geringere Arbeitskosten und niedrigere Energiepreise.

Der **Materialaufwand** stieg insgesamt von MEUR 35,0 im Jahr 2018 auf MEUR 36,5 im Jahr 2019. Der Anstieg resultiert insbesondere aus einem höheren Aufwand für Handelswaren, Verzierungsstoffe und Fremdleistungen. Das Verhältnis Materialaufwand zu Gesamtleistung liegt im Jahr 2019 mit 29,9% leicht über dem Vorjahresniveau von 29,2%.

Die **Gesamtleistung** wurde durch einen erneuten Bestandsabbau in Höhe von MEUR -0,5 (im Vorjahr MEUR -0,5) belastet. Zudem entfiel der positive Effekt der Aktivierung flexibleren Hochdruckgussanlagen Ende 2018 fertiggestellt wurde.

Die **Rohrertragsquote** hat sich von 70,6% im Jahr 2017 auf 70,1% im Jahr 2019 leicht reduziert.

## 2.1 HISTORISCHE ERTRAGSLAGE (2/3)

Die Personalaufwendungen sind von MEUR 52,5 im Jahr 2017 auf MEUR 53,4 im Jahr 2019 gestiegen (CAGR 0,8% p.a.). Die Personalaufwandsquote lag im Jahr 2019 mit 43,8% unten Vorjahresniveau.

BHS Tabletop Group | Entwicklung Ertragslage

in TEUR	2017		2018		2019	
	Ist		Ist		Ist	
Umsatzerlöse	121.451		118.698		121.431	
Bestandsveränderung	935		-475		-484	
Aktivierete Eigenleistung	743		1.858		965	
Gesamtleistung	123.129		120.081		121.912	
Materialaufwand	-36.168		-35.068		-36.504	
Rohertrag	86.961		85.013		85.408	
Personalaufwand	-52.548		-53.760		-53.425	
Sonstige betriebliche Erträge	2.425		2.198		2.669	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25.947		-25.325		-25.795	
Übriges Finanzergebnis	-		-243		-111	
EBITDA	10.891		7.883		8.746	
Abschreibungen	-5.324		-5.310		-5.880	
EBIT	5.567		2.573		2.866	
Außerordentliches Ergebnis	-742		-		-	
Finanzergebnis	-952		-300		-297	
EBT	3.873		2.273		2.569	
Ertragsteuern	-1.379		-910		-761	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	2.494		1.363		1.808	
<b>Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)</b>						
Rohertrag	70,6%		70,8%		70,1%	
Personalaufwand	-42,7%		-44,8%		-43,8%	
Sonstige betr. Aufwendungen	-21,1%		-21,1%		-21,2%	
EBITDA	8,8%		6,6%		7,2%	
EBIT	4,5%		2,1%		2,4%	

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

### Historische Entwicklung der Ertragslage

- Die **Personalaufwendungen** sind von MEUR 52,5 im Jahr 2017 auf MEUR 53,4 gestiegen (CAGR 0,8% p.a.). Neben tariflichen und außertariflichen Lohn- und Gehaltsanpassungen ist der Anstieg insbesondere auf den durch den Vorstandswechsel bedingten Sondereffekt zurückzuführen. Das Verhältnis Personalaufwand zur Gesamtleistung lag im Jahr 2019 mit 43,8% unter Vorjahresniveau (44,8%).
- Die **sonstigen betrieblichen Erträge** sind im Jahr 2019 um 21,4% auf MEUR 2,7 gestiegen, insbesondere durch höhere Erträge aus dem Abgang von Sachanlagen (MEUR 0,9), Aufösungen von Wertberichtigungen und periodenfremden Erträgen (MEUR 0,4) sowie übrigen betrieblichen Erträgen (MEUR 1,4).
- Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** lagen in den Jahren 2017 bis 2019 relativ stabil bei jährlich rd. MEUR 25,7 und im Verhältnis zur Gesamtleistung bei 21,1%. Sie umfassen im Wesentlichen Provisionen (MEUR 5,2), Kosten des Warenverkehrs (MEUR 4,5), Werbung und Vertriebskosten (MEUR 3,4) sowie übrige betriebliche Aufwendungen (MEUR 4,2). In den übrigen betrieblichen Aufwendungen sind Aufwendungen für Versicherungen, Abgaben, Beiträge und Gebühren, Reise- und Bewirtungskosten, Mieten sowie Lizenzen enthalten.
- Die **Abschreibungen** sind von MEUR 5,3 in 2017 auf MEUR 5,9 in 2019 leicht angestiegen.
- Das **EBIT** betrug im Jahr 2019 MEUR 2,9 (Vorjahr MEUR 2,6).
- Das **Finanzergebnis** betrug im Jahr 2019 MEUR -0,4 und liegt damit etwas über dem Vorjahr MEUR -0,5. Die BHS tabletop profitierte davon, dass ein signifikanter Zinsertrag (MEUR 0,8) aus der Vergabe eines Darlehens an den Gesellschafter realisiert werden konnte.

## 2.1 HISTORISCHE ERTRAGSLAGE (3/3)

Wir haben die historische Ertragslage analysiert und in diesem Zuge nicht wiederkehrende Einmaleffekte sowie nicht operative Sachverhalte angepasst.

BHS Tabletop Group | Normalisierungssachverhalte

In TEUR	2017	2018	2019
Gesamtleistung	123.129	120.081	121.912
EBITDA	10.891	7.883	8.746
EBITDA-Marge	8,8%	6,6%	7,2%
Normalisierungen			
1 Zuschuss Antibapor	-94		
2 Verkauf Telefonanlage GISA	-136	-48	
3 Schadensfälle/Ausgleichsansprüche	-363		-46
4 EDEKA Treueaktion Verkaufsurunterlagen			177
5 Spenden	34	31	135
6 Dienstleistungen BHS Verwaltung		264	60
7 Re-Klassifizierung Vertrieb BHI		770	
8 Vorstandwechsel		1.135	1.058
Summe Normalisierungen	-559	2.151	1.384
EBITDA Normalisiert	10.332	10.034	10.130
EBITDA-Marge Management	8,4%	8,4%	8,3%

Quelle: Management Informationen; Analyse Rödl & Partner

### Normalisierungssachverhalte der historischen Ertragslage

- Um eine bessere Vergleichbarkeit von Historie und zukünftiger Ertragslage zu ermöglichen, haben wir im Rahmen unserer Analysen die historischen Gewinn- und Verlustrechnungen auf Kontenebene abgeglichen und mit dem Management besprochen. Aus diesen Analysen ergaben sich folgende Normalisierungseffekte aus Einmalsachverhalten und nicht wiederkehrenden Erträgen und Aufwendungen:

[1] 2017 und 2018 wurden staatliche Zuschüsse für ein Investitionsprojekt gewährt. Diese Zuschüsse waren einmalig und sind somit in der Zukunft nicht zu erwarten.

[2] 2017 wurde die Telefonanlage an den IT-Dienstleister GISA veräußert. Die damit verbundenen Erträge sind einmaliger Natur und somit zu normalisieren.

[3] 2017 und 2019 wurde Schadensersatz geltend gemacht, z.B. aufgrund von Qualitätsproblemen eines Zulieferers. Da diese Themen nicht wiederkehrender Natur sind, wurden sie bereinigt. Für den Planungszeitraum werden solche Sachverhalte nicht erwartet.

[4] 2019 wurde in Zusammenarbeit mit EDEKA eine Treueaktion im Einzelhandel durchgeführt. Die BHS Tabletop war vertraglich verpflichtet, die entsprechenden Drucksachen (Flyer, Kataloge und Punktesammelkarten) zur Verfügung zu stellen. Dies ergab 2019 einen deutlich erhöhten Aufwand für Verkaufsunterlagen.

[5] Die Aufwendungen für Spenden sind unseres Erachtens kein operativ notwendiger Aufwand und wurden somit bereinigt.

[6] Im Zusammenhang mit dem Gesellschaftenwechsel auf Ebene der BHS Verwaltungs AG sind nicht wiederkehrende Beratungs-Aufwendungen angefallen. Diese wurden ebenfalls eliminiert.

[7] Einmaliger Anstieg der sonstigen Vertriebsaufwendungen bedingt durch Klassifizierungssachverhalte bei BHI.

[8] Sowohl im Jahr 2018 als auch im Jahr 2019 war das Ergebnis der Gesellschaft aufgrund von Sondereffekten aus Vorstandswechseln belastet.

Das normalisierte EBITDA belief sich im Jahr 2019 auf MEUR 10,1 und somit um ca. MEUR 1,4 über dem berichteten EBITDA.

## 2.2 HISTORISCHE VERMÖGENSLAGE (1/3)

Im Betrachtungszeitraum 2017 bis 2019 wurden überwiegend Investitionen in die kontinuierliche Optimierung von Produktion und Logistik an den Standorten in Schönwald, Selb und Weiden getätigt.

BHS Tabletop Group | Historische Entwicklung der Vermögenslage

in TEUR	31.12.17	31.12.18	31.12.19
	Ist	Ist	Ist
<b>AKTIVA</b>			
Anlagevermögen	38.360	37.887	60.247
Immaterielle Vermögensgegenstände	9.092	8.716	8.710
Sachanlagen	23.773	25.020	25.696
Sonstige langfristige Vermögenswerte	5.485	4.151	25.841
Umlaufvermögen	73.339	74.377	53.128
Vorräte	27.718	28.359	28.442
Forderungen aus L.u.L.	12.349	12.798	12.501
Laufende Ertragssteueransprüche	49	120	86
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	26.153	26.405	3.409
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	7.070	6.695	8.690
Aktive latente Steuern	8.128	7.493	8.284
<b>Summe AKTIVA</b>	<b>119.817</b>	<b>119.757</b>	<b>121.659</b>
<b>PASSIVA</b>			
Eigenkapital	35.307	34.816	33.309
Langfristige Verbindlichkeiten	66.226	63.928	66.589
Pensionsrückstellungen	39.262	38.442	41.555
Langfristige Rückstellungen	1.986	1.974	2.154
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	24.928	23.474	22.715
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	50	38	165
Verbindlichkeiten	17.516	20.319	21.138
Kurzfristige Rückstellungen	275	378	349
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	386	291	145
Verbindlichkeiten aus L.u.L.	7.335	6.763	7.580
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2.573	4.547	4.201
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	6.947	8.340	8.863
Passive latente Steuern	768	694	623
<b>Summe PASSIVA</b>	<b>119.817</b>	<b>119.757</b>	<b>121.659</b>

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

### Historische Entwicklung der Vermögenslage

In der nebenstehenden Tabelle ist die historische Vermögenslage auf Basis der Konzernabschlüsse zum Jahresende 2017 bis 2019 dargestellt, die nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellt wurde. Im Folgenden werden die wesentlichen Bilanzpositionen kurz erläutert:

- Die **immateriellen Vermögenswerte** zum 31. Dezember 2019 i.H.v. MEUR 8,7 bestanden sich im Wesentlichen wie folgt zusammen:
  - MEUR 3,4 Kundenbeziehungen (aus dem Erwerb der John Artis Ltd.)
  - MEUR 4,0 Geschäfts- und Firmenwert (aus dem Erwerb der John Artis Ltd.)
  - MEUR 1,2 im Wesentlichen Softwarelizenzen.

Der Anstieg der Geschäfts- und Firmenwerte vom 31. Dezember 2018 auf den 31. Dezember 2019 i.H.v. TEUR 192 resultiert aus der Währungsumrechnung.

- Die **Sachanlagen** i.H.v. MEUR 25,7 bestanden zum 31. Dezember 2019 im Wesentlichen aus folgenden Anlagenklassen:
  - MEUR 11,8 Technische Anlagen und Maschinen
  - MEUR 7,3 Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung
  - MEUR 6,2 Grundstücke und Bauten
  - MEUR 0,3 In Erstellung befindliche Anlagen.

Im Betrachtungszeitraum 2017 bis 2019 wurden überwiegend Investitionen in die kontinuierliche Optimierung von Produktion und Logistik an den Standorten in Schönwald, Selb und Weiden getätigt.

- Die **sonstigen langfristigen Vermögenswerte** lagen Ende 2019 bei MEUR 25,8 und bestanden Großteils aus Forderung an Gesellschafter (MEUR 22,0) und Ansprüchen aus Rückdeckungsversicherungen (MEUR 3,8). Der Anstieg vom 31. Dezember 2018 auf den 31. Dezember 2019 war maßgeblich auf die Umgliederung einer Forderung an Gesellschafter (MEUR 22,0) zurückzuführen. Hintergrund der Re-Klassifizierung ist, dass die zur Verfügung gestellten Mittel langfristig angelegt werden sollen.



## 2.2 HISTORISCHE VERMÖGENSLAGE (2/3)

Das Vorratsvermögen betrug zum 31. Dezember 2019 insgesamt MEUR 28,4. Der Anteil dieser Vermögenswerte an der Bilanzsumme beläuft sich auf insgesamt 23,7% und hat somit einen wesentlichen Einfluss auf die Vermögenslage des Konzerns.

BHS Tabletop Group | Historische Entwicklung der Vermögenslage

in TEUR	31.12.17	31.12.18	31.12.19
	Ist	Ist	Ist
<b>AKTIVA</b>			
<b>Anlagevermögen</b>	<b>38.350</b>	<b>37.887</b>	<b>60.247</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	9.092	8.716	8.710
Sachanlagen	23.773	25.020	25.696
Sonstige langfristige Vermögenswerte	5.485	4.151	25.841
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>73.339</b>	<b>74.377</b>	<b>53.128</b>
Vorräte	27.718	28.359	28.442
Forderungen aus L.u.L.	12.349	12.798	12.501
Laufende Ertragssteuersprüche	49	120	86
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	26.153	26.405	3.409
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	7.070	6.695	8.690
<b>Aktive latente Steuern</b>	<b>8.128</b>	<b>7.493</b>	<b>8.284</b>
<b>Summe AKTIVA</b>	<b>119.817</b>	<b>119.757</b>	<b>121.659</b>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Eigenkapital</b>	<b>35.307</b>	<b>34.816</b>	<b>33.309</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>66.226</b>	<b>63.928</b>	<b>66.589</b>
Pensionsrückstellungen	39.262	38.442	41.555
Langfristige Rückstellungen	1.986	1.974	2.154
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	24.928	23.474	22.715
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	50	38	165
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>17.816</b>	<b>20.319</b>	<b>21.138</b>
Kurzfristige Rückstellungen	275	378	349
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	386	291	145
Verbindlichkeiten aus L.u.L.	7.335	6.763	7.580
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2.573	4.547	4.201
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	6.947	8.340	8.863
<b>Passive latente Steuern</b>	<b>768</b>	<b>694</b>	<b>623</b>
<b>Summe PASSIVA</b>	<b>119.817</b>	<b>119.757</b>	<b>121.659</b>

Quelle: Managementinformation; Analyse Rodt & Partner

### Historische Entwicklung der Vermögenslage

- Das **Vorratsvermögen** betrug zum 31. Dezember 2019 insgesamt MEUR 28,4, darin waren Wertminderungen in Höhe von MEUR 6,8 enthalten. Die Vorräte setzten sich dabei aus folgenden Vorratsgruppen zusammen (Wertangaben nach Wertberichtigung):
  - MEUR 14,7 Fertige Erzeugnisse
  - MEUR 4,8 Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
  - MEUR 6,0 Handelswaren
  - MEUR 3,0 Unfertige Erzeugnisse.
- Der Anteil der Vorräte an der Bilanzsumme beläuft sich auf insgesamt 23,7%, diese haben somit einen wesentlichen Einfluss auf die Vermögenslage des Konzerns. Es besteht das Risiko für den Konzernabschluss der BHS tabletop, dass in Folge der COVID-19 der Abbau des aufgebauten Vorratsvermögen aufgrund von Überkapazitäten am Markt nur durch erhebliche Preisnachlässe erzielt werden kann. Sofern diese unter Herstellungskosten liegen besteht das Risiko einer außerplanmäßigen Abwertung.
- Trotz Umsatzrückgang im Jahr 2018 und Umsatzsteigerung im Jahr 2019 lagen die Forderungsbestände relativ konstant zwischen MEUR 12,3 und MEUR 12,8. Das durchschnittliche Zahlungsziel (Days Sales Outstanding, DSO) betrug dabei rd. 38 Tage zum 31. Dezember 2019 (bezogen auf Gesamtjahresumsatz, 365 Tage).
- Der Großteil der **sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte** bestand im Betrachtungszeitraum aus kurzfristig nicht benötigten liquiden Mitteln, die zur Zinsoptimierung als Termingelder mit Laufzeiten von drei bis zwölf Monaten angelegt waren. Der Rückgang der sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte vom 31. Dezember 2018 auf den 31. Dezember 2019 war maßgeblich auf die Umgliederung einer Forderung an Gesellschafter (MEUR 22,0) von den sonstigen kurzfristigen Vermögensgegenstände in die sonstigen langfristigen Vermögenswerte zurückzuführen.

## 2.2 HISTORISCHE VERMÖGENSLAGE (3/3)

Die Eigenkapitalquote des BHS tabletop Konzerns entwickelte sich stabil von 29% in 2017 zu 27% in 2019. Die Entwicklung der Passivseite ist geprägt durch geringfügige Anpassungen der Pensionsrückstellungen und einer Fortentwicklung bestehender Finanzverbindlichkeiten bei Kreditinstituten.

BHS Tabletop Group | Historische Entwicklung der Vermögenslage

in TEUR	31.12.17	31.12.18	31.12.19
	Ist	Ist	Ist
<b>AKTIVA</b>			
<b>Anlagevermögen</b>			
Immaterielle Vermögensgegenstände	38.350	37.887	60.247
Sachanlagen	9.092	8.716	8.710
Sonstige langfristige Vermögenswerte	23.773	25.020	25.696
Umlaufvermögen	5.485	4.151	25.841
Vorräte	73.339	74.377	53.128
Forderungen aus L.u.L.	27.718	28.359	28.442
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	12.349	12.798	12.501
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	49	120	86
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	26.153	26.405	3.409
Aktive latente Steuern	7.070	6.695	8.690
<b>Summe AKTIVA</b>	<b>119.817</b>	<b>119.757</b>	<b>121.659</b>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Eigenkapital</b>			
Langfristige Verbindlichkeiten	35.307	34.816	33.309
Pensionsrückstellungen	66.226	63.928	66.589
Langfristige Rückstellungen	39.262	38.442	41.555
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	1.986	1.974	2.154
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	24.928	23.474	22.715
Verbindlichkeiten	50	38	165
Kurzfristige Rückstellungen	17.516	20.319	21.138
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	275	378	349
Verbindlichkeiten aus L.u.L.	386	291	145
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7.335	6.763	7.580
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2.573	4.547	7.580
Passive latente Steuern	6.947	8.340	4.201
<b>Summe PASSIVA</b>	<b>119.817</b>	<b>119.757</b>	<b>121.659</b>

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

### Historische Entwicklung der Vermögenslage

- Das **Eigenkapital** zum 31. Dezember 2019 i.H.v. MEUR 33,3 setzte sich wie folgt zusammen:
  - MEUR 8,7 Gezeichnetes Kapital (3.412.800 Inhaberstückaktien)
  - MEUR 22,9 Kapital-, Gewinn- und sonstige Rücklagen
  - MEUR 1,7 Bilanzgewinn
- Die **Pensionsrückstellungen** beliefen sich zum Jahresende 2019 auf netto MEUR 41,6, die sich aus MEUR 42,7 Anwartschaftsbetrag (Defined Benefit Obligation, DBO) und MEUR 1,1 Planvermögen zusammensetzten. Das Planvermögen bestand zum 31. Dezember 2019 hauptsächlich aus Anteilen an gemischten Fonds.
- Die **langfristigen Rückstellungen** umfassten vor allem Rückstellungen für Überbrückungsgelder und Jubiläumsansprüche.
- Die **langfristigen Finanzverbindlichkeiten** bestanden aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (MEUR 22,1 zum 31. Dezember 2019) sowie Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing (MEUR 0,6 zum 31. Dezember 2019).
- Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** zum 31. Dezember 2019 von MEUR 7,6 umfassten neben kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (MEUR 5,3), Vertragsverbindlichkeiten (MEUR 0,6) und abgegrenzte Schulden (MEUR 1,7). Die Vertragsverbindlichkeiten in Höhe von MEUR 0,6 betreffen im Wesentlichen die von Kunden erhaltenen Anzahlungen, die branchen-üblich bei der Auftragserteilung für dekorierte Ware fällig werden. Abgegrenzte Schulden resultieren aus abgegrenzten Boni und Provisionen, Rückstellungen für ausstehende Rechnungen sowie Pflichtprüfungskosten.
- Die **kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten** zum 31. Dezember 2019 von MEUR 4,2 setzten sich im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing zusammen.
- Die **sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten** i.H.v. MEUR 8,9 zum 31.12.2019 beinhalten im Wesentlichen Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern (MEUR 2,8), Verbindlichkeiten aus sonstigen Steuern (MEUR 1,8), erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen (MEUR 0,6) sowie sonstige Verbindlichkeiten (MEUR 2,6). Darin sind Umgliederungen von kreditförmlichen Debitoren enthalten.

### 3. DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE

---

- 3.1 Darstellung der Planungsmethodik
- 3.2 Analyse der Planungstreue
- 3.3 Analyse der laufenden Geschäftsentwicklung
- 3.4 Darstellung der zukünftigen Ertragslage
- 3.5 Darstellung der gutachterlichen Anpassungen
- 3.6 Gesamtwürdigung der Planannahmen

## 3.1 DARSTELLUNG DER PLANUNGSMETHODIK (1/2)

Die massiven wirtschaftlichen Verwerfungen in Folge der globalen COVID-19 Pandemie haben eine Aktualisierung der Unternehmensplanung notwendig gemacht. Während die Umsatzerlöse der bestehenden Planungsrechnung durch einen Top-Down Ansatzes adjustiert wurden, wurde die Kostenplanung auf Basis des Restrukturierungsprogramms Bottom-up adjustiert.

### Planung

Die Planungsrechnung des BHS tabletop Konzerns besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Planbilanzen und einer Kapitalflussrechnung. Die Planungsphase beginnt jeweils im August des laufenden Geschäftsjahres und umfasst üblicherweise die drei folgenden Geschäftsjahre, aktuell somit die Jahre 2020 bis 2022. Die Unternehmensplanung wird nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellt.

Die Planungsrechnungen sind Bestandteil des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses des BHS tabletop Konzerns und reflektieren das bestehende Unternehmenskonzept. Dieses stellt nach der Zielsetzung des Vorstands der Gesellschaft die rentabelste Nutzung der Unternehmensgruppe dar.

### Planungsprozess

Die massiven wirtschaftlichen Verwerfungen in Folge der COVID-19 Pandemie haben signifikante Auswirkungen auf das Geschäft des BHS tabletop Konzerns.

Vor diesem Hintergrund hat der Vorstand der Gesellschaft im März 2020 begonnen, die Unternehmensplanung mit Stand von Dezember 2019 zu aktualisieren und zu erweitern. Hierbei wurde der Planungshorizont erweitert, er umfasst nun die Geschäftsjahre 2020 bis 2025.

In Folge der erwarteten Umsatzausfälle und der damit einhergehenden negativen Liquiditätsentwicklung kann der Fortbestand der Gesellschaft nur durch externe Bankenfinanzierung und Gesellschafterdarlehen gewährleistet werden.

Die vorliegende und für Bewertungszwecke herangezogene Unternehmensplanung stellt somit ebenfalls die Grundlage für die Kreditvergabeentscheidung der Hausbanken als auch staatlicher Förderinstitute dar. Die Refinanzierbarkeit des BHS tabletop Konzerns hängt somit maßgeblich von der dargestellten Unternehmensplanung ab. Die Planung basiert dabei auf der Annahme einer nachhaltigen Sanierung der Unternehmensgruppe.

### Planungsprozess (Fortsetzung)

Der Planungsprozess entspricht einer Kombination aus Top-Down und Bottom-Up Ansatz:

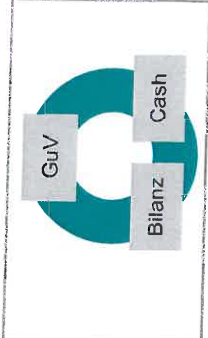
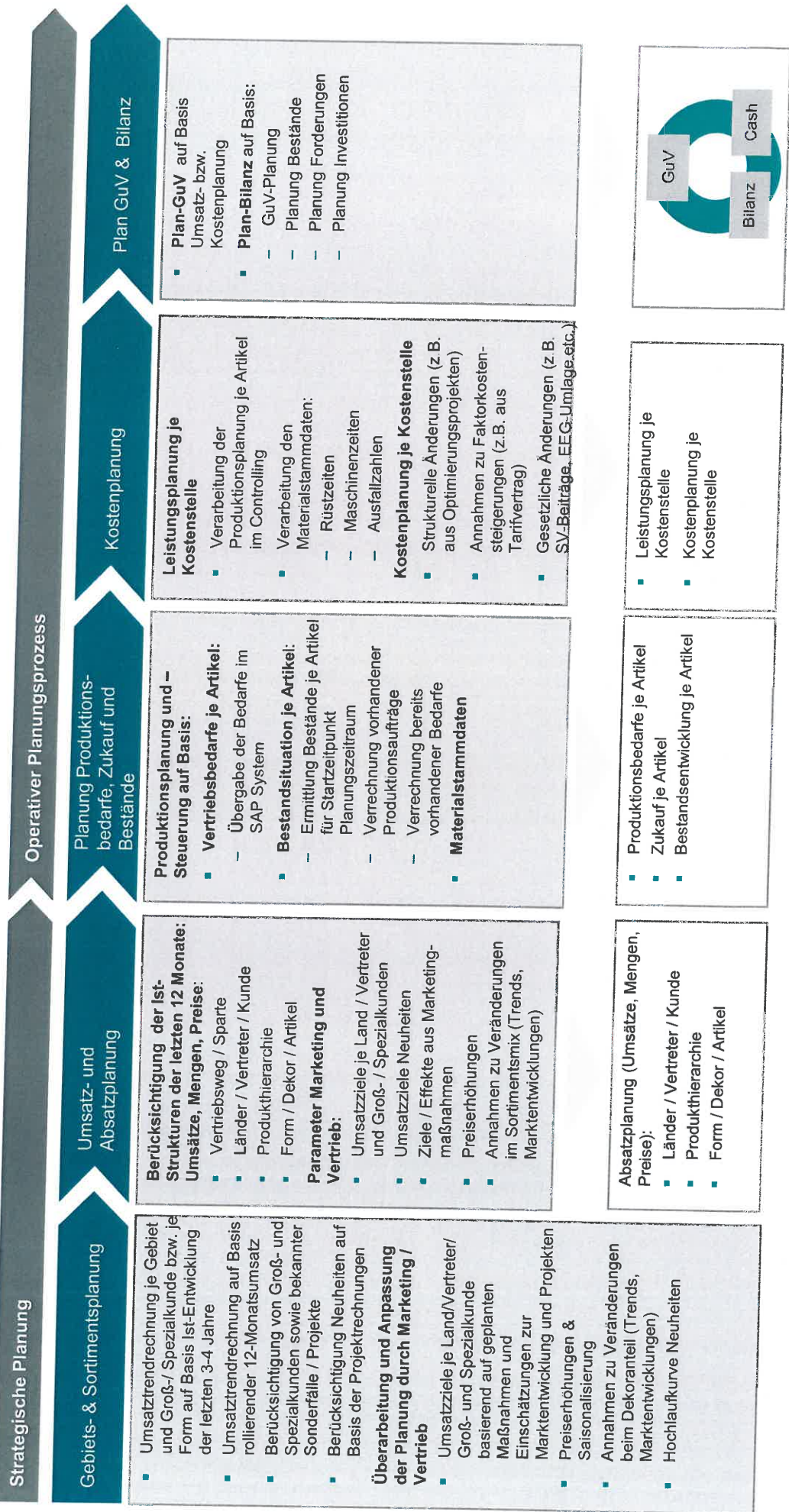
- Die Umsatzplanung der ursprünglichen Unternehmensplanung (Stand Dezember 2019) wurde auf Basis von Marktstudien zur den Auswirkung der COVID-19 Pandemie auf die Kundensegmente des BHS tabletop Konzerns gewürdigt und entsprechend angepasst;
- Die Kostenplanung wurde detailliert im Rahmen eines Restrukturierungsprogramms analysiert und entsprechend angepasst. Es wurde dabei auch auf die Unterstützung eines externen Restrukturierungsberaters zurückgegriffen. Die Implementierung des Restrukturierungsprogramms ist Voraussetzung für die Kreditvergabe.

Der Planungsprozess ist auf nachfolgender Seite detailliert dargestellt und beschrieben.

# 3.1 DARSTELLUNG DER PLANUNGSMETHODIK (2/2)

Der gewöhnliche Planungsprozess der BHS tabletop kombiniert strategische Top-Down Ansätze mit Bottom-up Kalkulationen der jeweiligen Abteilungsleiter. Die Planungsanpassungen in Folge der COVID-19 Pandemie wurden aufgrund der Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung in einem vereinfachten Planungsprozess Top-Down ausgearbeitet.

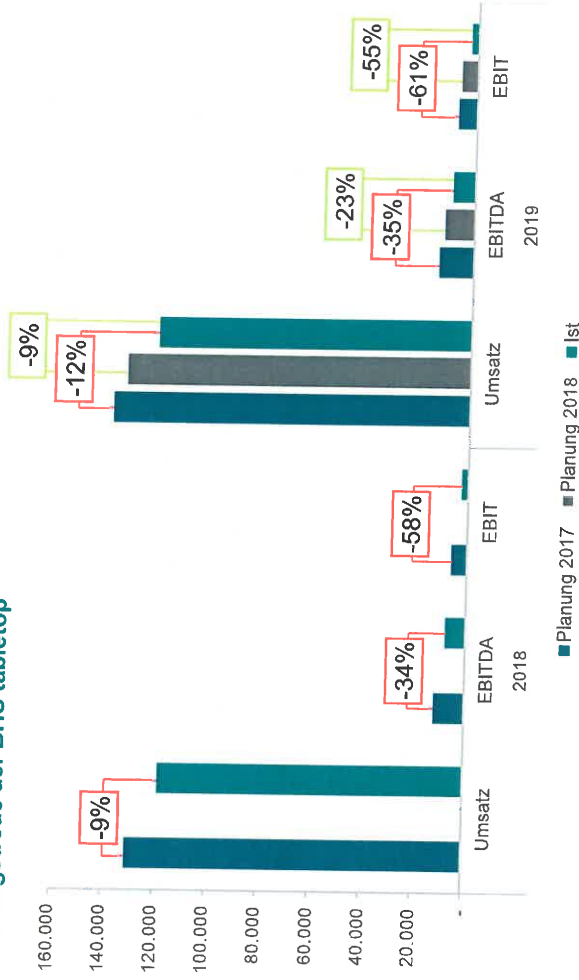
Planungsprozess der BHS tabletop AG



## 3.2 ANALYSE DER PLANUNGSTREUE

Die Planungen der letzten beiden Geschäftsjahre wurden jeweils nicht erreicht. Sowohl die realisierten Umsatzerlöse als auch das operative Ergebnis lagen jeweils deutlich unter den Erwartungen des Managements.

Planungstreue der BHS tabletop



### Planungstreue

Zur Analyse der Planungstreue wurden die Umsatzerlöse als auch das EBIT und der Jahresüberschuss ausgehend von den Unternehmensplanungen der Geschäftsjahre 2018 und 2019 für die BHS tabletop AG mit den entsprechenden Ist-Jahren verglichen:

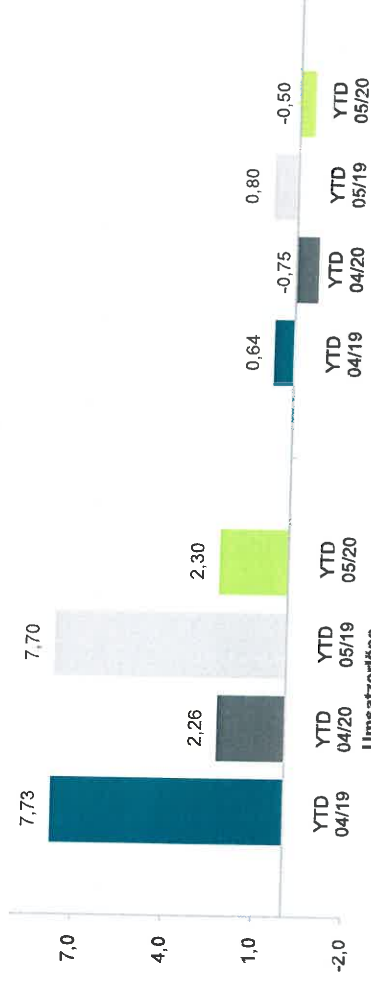
- Die Umsatzerlöse erreichten regelmäßig nicht das Planungsniveau und Abweichungen zwischen Ist und Planung haben tendenziell in 2019 zugenommen.
- Die Analyse der Planung des EBIT zeigt ebenfalls negative Abweichungen. Die Diskrepanz zwischen dem Ist-EBIT 2019 und dem in der Ende 2017 aufgestellten Planung erwarteten EBIT übersteigt die Diskrepanz zu dem in der Ende 2018 aufgestellten Planung erwarteten EBIT.

Aufgrund des intensiven Wettbewerbs und schwierigen Marktumfelds der BHS tabletop AG, musste die Gesellschaft bereits in den vergangenen beiden Jahren mit hohen Planungsunsicherheiten umgehen. Die Planungsrisiken haben in Folge der COVID-19 Pandemie und vor dem Hintergrund des eingeleiteten Restrukturierungsprogramms weiter zugenommen.

# 3.3 ANALYSE DER LAUFENDEN GESCHÄFTSENTWICKLUNG PER MAI 2020

Die aktuelle Geschäftsentwicklung ist gekennzeichnet durch einen signifikanten Einbruch der Umsatzerlöse gegenüber 2019 in Folge der COVID-19 Pandemie. Die signifikante Reduktion der Produktionstätigkeit spiegelt sich auch im Aufwand wider.

**Aktuelle Geschäftsentwicklung – Vorjahresvergleich in MEUR**



**Aktuelle Geschäftsentwicklung – Soll-Ist-Vergleich**



## Aktuelle Geschäftsentwicklung - Vorjahresvergleich

Die nebenstehende Grafik illustriert den signifikanten Rückgang der Umsatzerlöse sowie des EBITDA im April und Mai 2020 gegenüber den Vorjahreswerten.

- Die in April und Mai 2020 dargestellten Umsatzerlöse in Höhe von ca. MEUR 2 sind maßgeblich durch Nachbestellungen von Kunden geprägt. Wesentliche neue Aufträge wurden in Folge der COVID-19 Pandemie seit März 2020 nicht vergeben.
- Regionale Unterschiede hinsichtlich des Umsatzniveaus sind nicht erkennbar, da die COVID-19 Pandemie sich global auf die Kunden des BHS tabletop Konzerns auswirkt.
- Der Material- als auch Personalaufwand ist durch eine signifikante Reduktion der Produktionstätigkeit sowie die eingeleitete Kurzarbeit geprägt und ist somit nicht gegenüber Vorjahreswerten vergleichbar.
- Sonstige betriebliche Aufwendungen wurden in Folge der reduzierten Geschäftstätigkeit der Unternehmensgruppe ebenfalls reduziert.
- Der Jahresfehlbetrag der BHS tabletop AG betrug somit in den Monaten April und Mai 2020 ca. MEUR 1,3.

## Aktuelle Geschäftsentwicklung – Soll-Ist Vergleich

Wie zuvor ausgeführt hat die COVID-19 Pandemie signifikante Auswirkungen auf das Geschäft des BHS tabletop Konzerns. Vor diesem Hintergrund hat der Vorstand der Gesellschaft ab März 2020 die Unternehmensplanung aktualisiert.

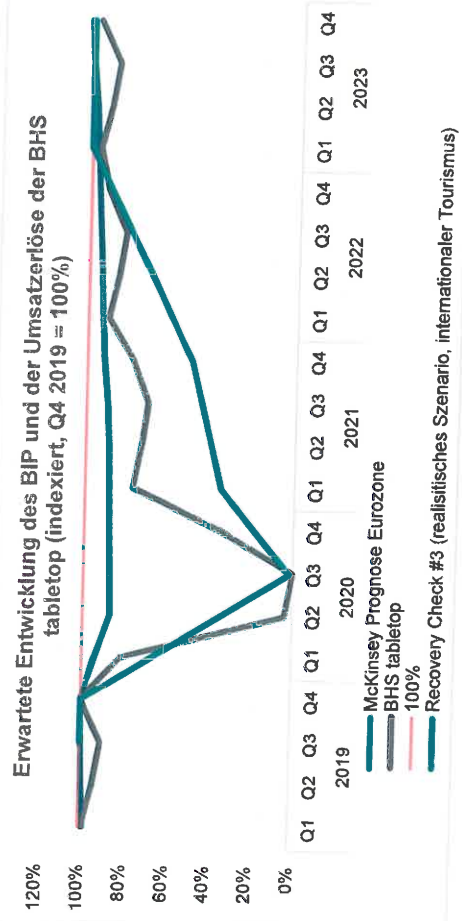
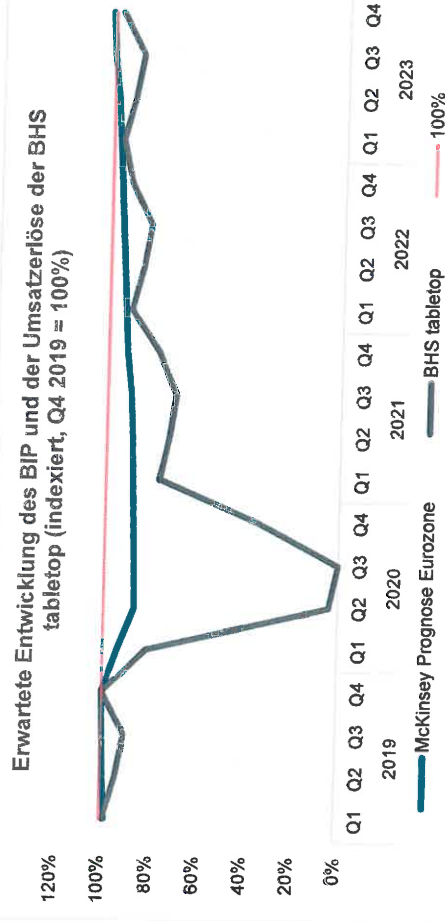
Der in nebenstehender Tabelle dargestellte Soll-Ist Vergleich zeigt (i) die signifikanten Auswirkungen der COVID-19 Pandemie durch den Vergleich mit der Unternehmensplanung per Dezember 2019 („Org. Planung“) sowie (ii) die volatile Geschäftsentwicklung in Zeiten der Corona Krise.

In Folge der nebenstehend dargestellten Umsatzergebnisse haben wir eine gutachterliche Anpassung der Planungsrechnung für das Geschäftsjahr 2020 durchgeführt. Eine detaillierte Erläuterung findet sich in Abschnitt 3.5.

\* Aktualisierte Planung unter Berücksichtigung Corona  
Quelle: Managementinformationen; Analyse Rödl & Partner

# 3.4 DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE (1/4)

Aufgrund der starken Abhängigkeit von besonders betroffenen Wirtschaftszweigen, dem Tourismus und der Gastronomie, erwartet die BHS tabletop einen deutlich stärkeren Einbruch ihres Geschäfts und eine etwas langsamere Erholung.



Quelle: McKinsey & Company, COVID-19: Briefing materials: Global health and crisis response (June 2020); Kompetenzzentrum Tourismus des Bundes, Recovery Check #3, realistisches Szenario (Juli 2020). – Indikative grafische Darstellung

## Erholung von den Folgen der Corona-Pandemie

- McKinsey & Company hat im Rahmen einer globalen Studie neun Szenarien für die mittelfristigen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf das Bruttoinlandsprodukt und die Industriebranchen entwickelt. Als wahrscheinlichstes Szenario wurde das als A1 bezeichnete Szenario angesehen (meistgewähltes Szenario in einer im Juni 2020 veröffentlichten McKinsey & Company Umfrage). Das Szenario A1 sieht ein mehrmalige wiederkehrenden Verlauf in Form von kleinen Ausbrüchen bei einer entsprechend gedämpften globalen Wirtschaftserholung.
- In der Eurozone wird ein Einbruch des BIPs im zweiten Quartal 2020 um 14,6% erwartet. Mit einer vollständigen Erholung auf das Vorkrisenniveau wird in diesem Szenario erst bis Q3 2023 gerechnet. Insolvenzen und negative Auswirkungen auf Lieferketten sind unter anderem als Resultat zu erwarten.
- Die nebenstehende obere Abbildung zeigt einen Vergleich des erwarteten BIP-Verlaufs in Szenario A1 (für die Eurozone) und die geplante Umsatzentwicklung der BHS tabletop. BHS rechnet in Folge der Corona-Pandemie mit einem Umsatzeinbruch um 95,3% in Q2 2020 im Vergleich zum vorherigen Quartal. Ab dem ersten Quartal 2021 rechnet BHS mit einer Erholung der Umsatzerlöse auf gut zwei Drittel des Niveaus 2019. Eine Rückkehr zum Vorkrisenniveau (auf Quartalsebene) wird gegen Ende des Geschäftsjahres 2024 erwartet.
- Der im Juli 2020 veröffentlichte Recovery Check #3 des Kompetenzzentrums Tourismus des Bundes geht in einem realistischen Szenario insbesondere für den internationalen Tourismus davon aus, dass sich das Umsatzniveau erst im Frühjahr 2023 auf das Niveau von 2019 erholen wird (siehe nebenstehende untere Abbildung). Die BHS tabletop geht in 2020 bis 2022 von einer rascheren Erholung aus, erwartet anschließend jedoch nur eine langsame Annäherung an das Niveau 2019.
- Insgesamt ist ein gewisser Versatz zwischen der Erholung der Gesamtwirtschaft und der Erholung der BHS tabletop zu erwarten. Die Gesellschaft ist stark von den Sektoren Gastronomie und Hotellerie abhängig, die zu den am stärksten betroffenen gehören. Insbesondere nicht-essentielle Investitionen, was die Produkte der BHS tabletop für Ihre Kunden oft sind (außer bei Erstausrüstung), werden damit vermutlich erst nach einer deutlichen Erholung angestoßen. Die BHS tabletop muss damit als „nachlaufender Indikator“ der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung gesehen werden. Das in Abschnitt 1.2 beschriebene Markt- und Wettbewerbsumfeld (insb. Produktionsüberkapazitäten) dürfte die Erholung zusätzlich erschweren.



## 3.4 DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE (2/4)

In Folge der COVID-19 Pandemie erwartet das Management des BHS tabletop Konzerns einen signifikanten Einbruch. Eine Erholung der Umsatzerlöse wird bis 2024 erwartet und entspricht den aktuellen Einschätzung unabhängiger Experten. Die Materialaufwandsquote entwickelt sich im Planungszeitraum stabil.

BHS Tabletop Group | Entwicklung Ertragslage

in TEUR	2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025	
	Ist	Plan	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
<b>Umsatzerlöse</b>	121.431	38.172	95.279	111.401	117.800	124.116	130.417							
Bestandsveränderung	-484	-237	0	0	0	0	0							
Aktiviere Eigenleistung	965	58	45	45	45	45	45							
<b>Gesamtleistung</b>	121.912	37.994	95.325	111.447	117.846	124.161	130.463							
<b>Materialaufwand</b>	-36.504	-14.163	-31.163	-36.485	-38.957	-41.316	-43.604							
<b>Rohrtrag</b>	85.408	23.831	64.162	74.962	78.889	82.845	86.859							
Personalaufwand	-53.425	-28.524	-49.600	-40.117	-42.172	-43.932	-46.145							
Sonstige betriebliche Erträge	2.669	1.706	6.418	1.099	1.104	1.109	1.114							
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25.795	-18.806	-24.039	-24.474	-25.584	-26.357	-27.496							
Übriges Finanzergebnis	-111	-19	-39	-39	-39	-39	-39							
<b>EBITDA</b>	8.746	-21.812	-3.099	11.431	12.198	13.626	14.293							
Abschreibungen	-5.880	-4.517	-4.593	-4.707	-4.747	-4.747	-4.747							
<b>EBIT</b>	2.866	-26.329	-7.692	6.723	7.451	8.879	9.546							

Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)

<b>Rohrtrag</b>	70,1%	62,7%	67,3%	67,3%	66,9%	66,7%	66,6%
<b>Personalaufwand</b>	-43,8%	-75,1%	-52,0%	-36,0%	-35,8%	-35,4%	-35,4%
<b>Sonstige betr. Aufwendungen</b>	-21,2%	-49,5%	-25,2%	-22,0%	-21,7%	-21,2%	-21,1%
<b>EBITDA</b>	7,2%	-57,4%	-3,3%	10,3%	10,4%	11,0%	11,0%
<b>EBIT</b>	2,4%	-69,3%	-8,1%	6,0%	6,3%	7,2%	7,3%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

### Zukünftige Entwicklung der Ertragslage

In der nebenstehenden Tabelle ist die geplante Ertragslage der Jahre 2020 bis 2025 dargestellt, die nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellt wurde. Im Folgenden werden die wesentlichen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung kurz erläutert:

- Aufgrund der COVID-19-Pandemie erwartet BHS tabletop für das Planjahr 2020 einen starken Rückgang der **Umsatzerlöse** um ca. -70% gegenüber dem Vorjahr auf MEUR 38,2. BHS tabletop rechnet mit einem Nachfrageschock durch die Pandemie. Auskunftsgemäß stormieren seit März 2020 die Kunden aus Gastronomie, Kreuzfahrt, Reiseveranstalter und Hotellerie ihre Aufträge oder verschieben ihre Neukäufe. BHS tabletop rechnet mit einem Anhalten dieser Entwicklung bis September dieses Jahres.
- Ab 2021 rechnet das Unternehmen mit einer Erholung der Umsatzerlöse um mehr als das Doppelte im Vergleich zu 2020, jedoch bleiben die Umsatzerlöse zunächst deutlich unter dem Niveau von 2019. Diese Planung basiert auf der Einschätzung des Vertriebs und einer Studie der Unternehmensberatung McKinsey & Company (siehe S. 30).
- Für die Jahre 2023 bis 2025 wurde ein jährliches Wachstum von ca. 5,4% und somit über dem allgemeinen Wachstumsniveau der Branche geplant. Im Jahr 2024 rechnet die BHS tabletop mit Umsatzerlösen in Höhe des Jahres 2019 und somit mit einer nachhaltigen Bewältigung der Effekte aus der COVID-19 Pandemie.
- Die **Materialaufwendungen** unterteilen sich in die Verwendung von Rohstoffen, Verzierungs-, Verpackungs- und Betriebsstoffen, Energie, Reparaturmaterial sowie bezogenen Leistungen.
- Die Rohstoffe, Verzierungs-, Verpackungs- und Betriebsstoffe werden anhand der bottom-up geplanten Aufwandsquoten des Jahres 2020 fortgeschrieben.
- Die Energie Kosten werden ebenfalls anhand der bottom-up geplanten Aufwandsquoten des Jahres 2020 fortgeschrieben. Zudem wurden die Kostensteigerungen in Folge der CO2-Bepreisung durch das per 1. Januar 2021 in Kraft tretende Brennstoffemissionshandelsgesetz („BEHG“) berücksichtigt.
- Die Materialaufwendungen werden analog zum Rückgang der Umsatzerlöse im Jahr 2020 von MEUR 36,5 um -61,2% auf MEUR 14,2 sinken. Die Erhöhung der **Materialaufwandsquote** von 29,9% in 2019 auf 37,3% in 2020 ist dem Fixkostenanteil der Aufwandsposition geschuldet. In den Jahren 2021 bis 2025 plant BHS tabletop mit einer nahezu konstanten Materialaufwandsquote, deren Wert sich zwischen 32,7% und 33,4% bewegt.

## 3.4 DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE (3/4)

Der geplante Personalaufwand wird kurzfristig durch das in Anspruch genommene Kurzarbeitergeld beeinflusst. Mittel- und langfristig spiegeln sich das Restrukturierungsprogramm der Gesellschaft in den Aufwandspositionen wider.

BHS Tabletop Group | Entwicklung Ertragslage

in TEUR	2019 Ist	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
		Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan		
Umsatzerlöse	121.431	38.172	95.279	111.401	117.800	124.116	130.417						
Bestandsveränderung	-484	-237	0	0	0	0	0						
Aktiviere Eigenleistung	965	58	45	45	45	45	45						
Gesamtleistung	121.912	37.994	95.325	111.447	117.846	124.161	130.463						
Materialaufwand	-36.504	-14.163	-31.163	-36.485	-38.957	-41.316	-43.604						
Rohrertrag	85.408	23.831	64.162	74.962	78.889	82.845	86.859						
Personalaufwand	-53.425	-28.524	-49.600	-40.117	-42.172	-43.932	-46.145						
Sonstige betriebliche Erträge	2.669	1.706	6.418	1.099	1.104	1.109	1.114						
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25.795	-18.806	-24.039	-24.474	-25.584	-26.357	-27.486						
Übriges Finanzergebnis	-111	-19	-39	-39	-39	-39	-39						
EBITDA	8.746	-21.812	-3.099	11.431	12.198	13.626	14.293						
Abschreibungen	-5.880	-4.517	-4.593	-4.707	-4.747	-4.747	-4.747						
EBIT	2.866	-26.329	-7.692	6.723	7.451	8.879	9.546						

Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)

Rohrertrag	70,1%	62,7%	67,3%	67,3%	66,9%	66,7%	66,6%
Personalaufwand	-43,8%	-75,1%	-52,0%	-36,0%	-35,8%	-35,4%	-35,4%
Sonstige betr. Aufwendungen	-21,2%	-49,5%	-25,2%	-22,0%	-21,7%	-21,2%	-21,1%
EBITDA	7,2%	-57,4%	-3,3%	10,3%	10,4%	11,0%	11,0%
EBIT	2,4%	-69,3%	-8,1%	6,0%	6,3%	7,2%	7,3%

Quelle: Managementinformation, Analyse Rödl & Partner

### Zukünftige Entwicklung der Ertragslage

- Die **Personalaufwendungen** wurden auf Basis der Anzahl geplanter Mitarbeiter, den historisch ermittelten durchschnittlichen Gehältern pro Mitarbeiter sowie unter Berücksichtigung lokal üblicher Gehaltssteigerungsrate prognostiziert.
- Die Personalaufwendungen werden sich im Jahr 2020 von MEUR 53,4 im Vorjahr um -46,6% auf MEUR 28,5 reduzieren. Diese Reduzierung ist auf die Corona-bedingte Kurzarbeit zurückzuführen.
- Im Jahr 2020 wird das Instrument des Kurzarbeitergeldes für alle Bereiche eingesetzt, um die Arbeitsplätze zu erhalten. Im Jahr 2021 wird dieses Instrument für die variablen Bereiche Produktion und Logistik eingesetzt.
- Im Kontext der steigenden Umsatzerlöse wird sich auch der Personalaufwand ab dem Jahr 2021 erhöhen. Das hohe Niveau der Personalaufwendungen im Jahr 2021 ist im Wesentlichen auf Einmalkosten aus dem Restrukturierungsprogramm zurückzuführen. Im Folgejahr 2022 ist eine wesentliche Reduktion der Personalaufwandsquote geplant. Für die Jahre 2023 bis 2025 wird mit einer Erhöhung des Personalaufwands zur Unterstützung des geplanten Umsatzwachstums geplant.
- In den **sonstigen betrieblichen Erträgen** sind im Wesentlichen Erträge aus Sachanlagenabgängen, Erträge aus Auflösungen von Rückstellungen sowie übrige betriebliche Erträge enthalten.
- Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge im Jahr 2021 lässt sich auf Erträge aus Sachanlagenabgängen i.H.v. MEUR 5,3 zurückführen. Die BHS tabletop plant bereits im Jahr 2020 Verkäufe von kleineren, nicht betriebsnotwendigen Immobilien. In 2021 ist der Verkauf der (nicht) betriebsnotwendigen Grundstücke und Gebäude als Finanzierungsbaustein des Restrukturierungsprogramms geplant. Den Erlösen aus der Veräußerung bspw. des Verwaltungsgebäudes in Selb stehen zukünftige Mietaufwendungen für ein Verwaltungsgebäude gegenüber.
- Für die Jahre 2023 bis 2025 wurde mit einer jährlichen Steigerung der sonstigen betrieblichen Erträge von etwa 0,5% gerechnet.

## 3.4 DARSTELLUNG DER ZUKÜNFTIGEN ERTRAGSLAGE (4/4)

Die Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist ebenfalls geprägt von der Implementierung des Restrukturierungsprogramms. Langfristig erwartet das Management eine signifikante Steigerung der EBIT Marge in 2025 (7,3%) gegenüber dem historisch erreichten EBIT in 2019 (2,4%).

BHS Tabletop Group | Entwicklung Ertragslage

in TEUR	2019	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
		Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	
Umsatzerlöse	121.431	38.172	95.279	111.401	117.800	124.116	130.417						
Bestandsveränderung	-484	-237	0	0	0	0	0						
Aktivierete Eigenleistung	965	58	45	45	45	45	45						
Gesamtleistung	121.912	37.994	95.325	111.447	117.846	124.161	130.463						
Materialaufwand	-36.504	-14.163	-31.163	-35.485	-38.957	-41.316	-43.604						
Rohrertrag	85.408	23.831	64.162	74.962	78.889	82.845	86.859						
Personalaufwand	-53.425	-28.524	-49.600	-40.117	-42.172	-43.932	-46.145						
Sonstige betriebliche Erträge	2.669	1.706	6.418	1.099	1.104	1.109	1.114						
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25.795	-18.806	-24.039	-24.474	-25.584	-26.357	-27.496						
Übriges Finanzergebnis	-111	-19	-39	-39	-39	-39	-39						
EBITDA	8.746	-21.812	-3.099	11.431	12.198	13.626	14.293						
Abschreibungen	-5.880	-4.517	-4.593	-4.707	-4.747	-4.747	-4.747						
EBIT	2.866	-26.329	-7.632	6.723	7.451	8.879	9.546						

### Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)

Rohrertrag	70,1%	62,7%	67,3%	67,3%	66,9%	66,7%	66,6%
Personalaufwand	-43,8%	-75,1%	-52,0%	-36,0%	-35,8%	-35,4%	-35,4%
Sonstige betr. Aufwendungen	-21,2%	-49,5%	-25,2%	-22,0%	-21,7%	-21,2%	-21,1%
EBITDA	7,2%	-57,4%	-3,3%	10,3%	10,4%	11,0%	11,0%
EBIT	2,4%	-69,3%	-8,1%	6,0%	6,3%	7,2%	7,3%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

### Zukünftige Entwicklung der Ertragslage

- Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** bestehen zu großen Teilen aus mengenabhängigen Aufwendungen wie Provisionen und Kosten des Warenverkehrs sowie Fixkosten für Werbe- und IT-Dienstleistungen.
- Im Zuge der sinkenden Absatzmengen im Jahr 2020 werden sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um -27% auf MEUR 18,8 reduzieren. Diese Reduzierung ist im wesentlichen auf den Rückgang der Provisionen (MEUR -4,4) sowie der Kosten des Warenverkehrs (MEUR -3,7) zurückzuführen.
- Für das Jahr 2020 wurden zwei Sondereffekte von insgesamt MEUR -2,8 aus Wertberichtigungen auf Forderungen (MEUR -2,0) sowie aus Wertberichtigungen auf Vorräte (MEUR -0,8) geplant. Wir weisen darauf hin, dass die Bewertung der Vorräte vor dem Hintergrund der Absatzkrise in Folge der COVID-19 Pandemie und der damit zusammenhängenden Reichweitensteigerung ggfs. kritisch zu sehen ist und in außerplanmäßigen Abschreibungen zum Jahresende 2020 münden könnte.
- Darüber hinaus wurden für die Jahren 2020 und 2021 zusätzliche Aufwendungen in Höhe von MEUR 1,1 u.a. für Rechts- und Beratungskosten zur Implementierung des Restrukturierungsprogramms berücksichtigt.
- In Relation zur Gesamtleistung steigen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund von umsatzunabhängigen Fixkosten von 21,2% auf 49,5% bzw. 25,2% an.
- Der Anstieg der Aufwandsquote der Personalaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den Jahren 2020 und 2021 resultiert in einem Rückgang der **EBITDA-Marge** von 7,2% im Jahr 2019 auf -57,4% im Jahr 2020 sowie -3,3% im Jahr 2021.
- Im Jahr 2022 soll das **EBITDA** auf MEUR 11,4 ansteigen und bis 2025 MEUR 14,3 betragen. Für den Konzern wird die EBITDA-Marge von rd. 10,3% in 2022 und 2023 betragen und soll ab 2024 auf 11,0% steigen.
- Aufgrund vorstehend beschriebener Effekte soll die **EBIT-Marge** von 2,4% in 2019 auf -69,3% im Jahr 2020 sowie -8,1% im Jahr 2021 sinken und bis 2025 auf 7,3% ansteigen.

# 3.5 DARSTELLUNG DER GUTACHTERLICHEN ANPASSUNGEN

Für Bewertungszwecke vorgenommene Anpassungen betreffen die Umsatzplanung des Geschäftsjahres 2020, strukturelle Effekte durch den Squeeze-Out sowie eine Berücksichtigung der Pensionsrückstellung als Sonderwert.

## Darstellung der Planungsanpassungen

BHS Tabletop Group | Anpassung der Ertragslage

in TEUR	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
	Plan		Plan		Plan		Plan		Plan		Plan	
Umsatzerlöse	18.229	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bestandsveränderung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktivierete Eigenleistung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gesamtleistung	18.229	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Materialaufwand	-4.793	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rohrertrag	13.436	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Personalaufwand	-4.626	267	255	233	214	190						
Sonstige betriebliche Erträge	121	-141	-140	-139	-139	-139						
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-770	50	-149	-149	-149	-149						
Übriges Finanzergebnis	-11	-11	-11	-11	-11	-11						
EBITDA	8.150	165	-44	-66	-85	-108						
Abschreibungen	-	-	-	-	-	-						
EBIT	8.150	165	-44	-66	-85	-108						

## Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)

Rohrertrag	73,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Personalaufwand	-25,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sonstige betr. Aufwendungen	-4,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	44,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT	44,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

## Planungsanpassungen

Die dargestellte Planungsrechnung wurde im März 2020 für einen Planungszeitraum von fünf Jahren erstellt. Aufgrund der COVID-19 Pandemie ist die Lage bis zum Bewertungsstichtag nach wie vor recht volatil. Daher sind einzelne Entwicklungen, die sich erst nach der Finalisierung der Planungsrechnung ergeben haben, nicht in der Planung reflektiert. Es wurde daher eine Aktualisierung des erwarteten Ergebnisses des Geschäftsjahres 2020 in Folge der aktuell vorliegenden Erkenntnisse zur Geschäftsentwicklung in den ersten fünf Monaten 2020 (siehe Analysen in Abschnitt 3.3, rd. MEUR 2,7 je Monat) vorgenommen. Von der Notwendigkeit dieser Anpassung in den Folgejahren ist nicht auszugehen.

## Planungsanpassungen (Forts.)

Zudem ist eine Anpassung folgender Sachverhalte für Bewertungszwecke erforderlich:

- Technische Anpassung des Personalaufwands, d.h. der Aufwendungen für Altersversorgung im Planungszeitraum. Die Pensionszusage der BHS tabletop AG umfasst nur Mitarbeiter, die bis zum 30. April 1994 eingestellt wurden und seitdem 10 Jahre Betriebszugehörigkeit vorweisen können. Somit ist ein stetiger Fortbestand der Pensionszusagen nicht zu erwarten. Diesem Sachverhalt tragen wir Rechnung, indem wir die Pensionsrückstellung in Höhe des vorliegenden Pensionsgutachtens per 31.12.2019 als Sonderwert abziehen und die damit verbundenen Positionen der Ertrags- und Finanzlage eliminieren.
  - In diesem Zusammenhang wurde ebenfalls die bestehende Rückdeckungsversicherung der Gesellschaft als Sonderwert angesetzt und damit im Zusammenhang stehende Auswirkungen auf die Ertrags- und Finanzlage (nebenstehende sonstige betriebliche Erträge) eliminiert.
  - Bereinigung struktureller Effekte im Zusammenhang mit dem Squeeze-Out. Diese umfassen bspw. eine Verringerung der Prüfungsgebühren in Folge des Wegfalls der IFRS-Bilanzierung (sonstige betrieblichen Aufwendungen).
  - Das übrige Finanzergebnis wird um einen Konsolidierungssachverhalt betreffend der voll-konsolidierten Tochtergesellschaften korrigiert.
- Das Finanz- und Steuerergebnis in der Planungsphase wurde von uns im Rahmen eines integrierten Planungsmodells unter Berücksichtigung der vereinbarten Finanzierungsbedingungen und der steuerlichen Verhältnisse der Gesellschaft über den gesamten Planungszeitraum abgeleitet.
- Die Planung der Bilanz haben wir mit wenigen Ausnahmen unverändert übernommen. Diese Ausnahmen betreffen folgende bewertungstechnische Anpassungen:
- Anpassung der Bilanzposten um die Differenz zwischen der Planung für das Geschäftsjahr 2020, die Basis für die Bilanzplanung war, und den Differenzen zur aktuellen Geschäftsentwicklung und die daraus resultierende Anpassung zur Lagerreichweiten, debitorischen und kreditorischen Zahlungszielen.
  - Konstante Fortschreibung der Pensionsrückstellung und Rückdeckungsversicherung somit Eliminierung jeglicher Cash-Flow Effekte, da der Abzug der Pensionsrückstellung als Sonderwert erfolgt.
  - Integrierte Planung der Nettoverschuldung.
- Weitere Anpassungen der Planungsrechnung waren nicht notwendig.

# 3.6 GESAMTWÜRDIGUNG DER PLANANNAHMEN

Auch wenn einzelne Annahmen der Planungsrechnung aus neutraler Sicht als ambitioniert zu beurteilen sind, so erachten wir die Planung insgesamt als plausibel.

## Darstellung der Planungsanpassungen

in TEUR	2019 Ist	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
		Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan		
Umsatzerlöse	121.431	56.401	95.279	111.401	117.800	124.116	130.417	0	0	0	0	0	0
Bestandsveränderung	-484	-237	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiviere Eigenleistung	965	58	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Gesamtleistung	121.912	56.223	95.325	111.447	117.846	124.161	130.463	45	45	45	45	45	45
Materialeinwand	-36.504	-18.955	-31.163	-36.485	-38.957	-41.316	-43.604	-38.957	-38.957	-41.316	-43.604	-43.604	-43.604
Rohertag	85.408	37.268	64.162	74.962	78.889	82.845	86.859	78.889	78.889	82.845	86.859	86.859	86.859
Personalaufwand	-52.367	-33.151	-49.334	-39.862	-41.939	-43.718	-45.954	-41.939	-41.939	-43.718	-45.954	-45.954	-45.954
Sonstige betriebliche Erträge	2.624	1.827	6.277	959	965	970	976	965	965	970	976	976	976
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25.423	-19.576	-23.989	-24.623	-25.733	-26.506	-27.645	-25.733	-25.733	-26.506	-27.645	-27.645	-27.645
Übriges Finanzergebnis	-111	-30	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
EBITDA	10.130	-13.862	-2.934	11.386	12.133	13.542	14.185	12.133	12.133	13.542	14.185	14.185	14.185
Abschreibungen	-5.880	-4.517	-4.593	-4.707	-4.747	-4.747	-4.747	-4.747	-4.747	-4.747	-4.747	-4.747	-4.747
EBIT	4.250	-18.179	-7.527	6.679	7.386	8.795	9.438	7.386	7.386	8.795	9.438	9.438	9.438

## Wesentliche Kennzahlen (in % Gesamtleistung)

Rohertag	70,1%	66,3%	67,3%	67,3%	66,9%	66,7%	66,6%	66,9%	66,9%	66,7%	66,7%	66,6%	66,6%
Personalaufwand	-43,0%	-59,0%	-51,8%	-35,8%	-35,6%	-35,2%	-35,2%	-35,6%	-35,6%	-35,2%	-35,2%	-35,2%	-35,2%
Sonstige betr. Aufwendungen	-20,9%	-34,8%	-25,2%	-22,1%	-21,8%	-21,9%	-21,2%	-21,8%	-21,8%	-21,9%	-21,9%	-21,2%	-21,2%
EBITDA	8,3%	-24,3%	-3,1%	10,2%	10,3%	10,9%	10,9%	10,3%	10,3%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
EBIT	3,5%	-32,3%	-7,9%	6,0%	6,3%	7,1%	7,2%	6,3%	6,3%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

## Gesamtwürdigung der Planannahmen

Zur Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung haben wir die Annahmen der Planung mit der Entwicklung der BHS tabletop in der Vergangenheit sowie den Ergebnissen unserer Analysen zur Markt- und Wettbewerbssituation verglichen:

- Die Branche ist von Überkapazitäten und ruhmlosem Preiswettbewerb geprägt, was in den letzten Jahren zu zahlreichen Insolvenzen von in Deutschland ansässigen Porzellanherstellern führte. Gleichzeitig stehen BHS tabletop international tätige Wettbewerber aus Osteuropa und Asien gegenüber, die Standortbedingte Wettbewerbsvorteile (bspw. Lohnniveau und Energiekosten) in deren Preisgestaltung nutzen können und den Wettbewerb dadurch verschärfen.
- Die COVID-19 Pandemie hat diese Ausgangssituation für BHS tabletop signifikant verschärft. Ohne entsprechende Restrukturierungsmaßnahmen, Förderdarlehen und Einlagen des Hauptaktionärs wäre der Fortbestand der Gesellschaft gefährdet. Auch wenn die Verluste im April und Mai 2020 leicht geringer als ursprünglich geplant ausgefallen sind, ist die Umsatzplanung zur Erholung der Wertschöpfungskette auf den gegenwärtigen Einschätzungen zur Erholung der Wertschöpfungskette insgesamt, aber auch der kritischen Lage der Hauptkundengruppen von BHS tabletop im Gastgewerbe und Tourismus. Voraussetzung für diese Erholung ist, dass die erhofften und in den diversen Studien dargestellten Erholungsszenarien auch so eintreten und die teilweise noch geltenden nationalen oder internationalen Reisebeschränkungen aufgehoben werden.

Das eingeleitete Restrukturierungsprogramm ist ebenfalls als ambitioniert einzustufen. Insbesondere aufgrund der Risiken in der Umsetzung und der Erwartung von Kosteneinsparungseffekten, die gegenwärtig noch nicht hinreichend konkretisiert sind. Aufgrund der positiven Implikationen für die geplante Ertragskraft der BHS tabletop und somit einer werterhöhenden Wirkung stellt dies aber aus Sicht der Minderheitsaktionäre einen vorteilhaften Effekt dar.

Die geplante Steigerung der Ertragskraft ist daher ebenfalls ambitioniert einzuschätzen. Betrachtet man die Profitabilität von in Deutschland ansässigen Wettbewerbsunternehmen, so übersteigt die für 2025 geplante Profitabilität die der Wettbewerber deutlich.

Insgesamt erachten wir die Planung daher als ambitioniert, aber unter günstigen Umständen erreichbar.

## 4. BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND METHODEN

---

- 4.1 Bewertungsgrundsätze und -methoden
- 4.2 Methodische Vorgehensweise

# 4.1 BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN (1/3)

Die Bewertung der BHS tabletop wurde in Einklang mit den Vorgaben des IDW S1 durchgeführt. Dabei wurde ein objektiver Unternehmenswert auf Basis der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens mittels Ertragswertverfahren abgeleitet.

## Allgemeine Bewertungsgrundlagen

- Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsgrundsätze und -methoden zur Ermittlung des Unternehmenswerts, denen auch die hier dargestellte Bewertung folgt, gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und in der Rechtsprechung anerkannt. Sie sind in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere im Standard IDW S1, zusammengefasst.
- Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich dabei aus dem Nutzen, den das Unternehmen aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
- Gemäß IDW S1 kann die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted Cash Flow Verfahren („DCF“) erfolgen. Beide führen bei gleichen Bewertungsannahmen zu identischen Werten. Im vorliegenden Fall wurde primär auf den Ertragswert abgestellt, eine Ableitung des Wertes nach DCF-Verfahren findet sich im Anhang.

## Ertragswertverfahren

- Im Ertragswertverfahren bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Bei der Ermittlung der Nettozahlungsströme an die Unternehmenseigner sind die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft, Thesaurierungen und deren Verwendung sowie aktienrechtliche Ausschüttungsrestriktionen zu beachten.

## Bewertungsmethode (Forts.)

- Außerdem sind die Ausschüttungen mit der geplanten Liquiditäts- bzw. Finanzierungsentwicklung abzugleichen. Eine Vollausschüttung kann nur unterstellt werden, wenn dies in der Unternehmensplanung ausreichend dokumentiert und es rechtlich und liquiditätsseitig möglich ist. In der Ewigen Rente ist eine typisierte Ausschüttungsquote anzusetzen, die beispielsweise aus der Peer Group abgeleitet werden kann.
- Im Allgemeinen bildet die Vergangenheitsanalyse den Ausgangspunkt für die Prognose bzw. Plausibilitätsbeurteilung künftiger finanzieller Überschüsse. Dabei ist zu beachten, dass bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts nur diejenigen Erfolgsfaktoren zu berücksichtigen sind, die sich aus den zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen (z.B. Erweiterungsinvestitionen/Desinvestitionen) sowie die daraus vermutlich resultierenden finanziellen Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierte Unternehmenswerte unbeachtlich.
- Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalkostensatz dient dazu, die Zahlenreihe der Überschüsse an einer vergleichbaren Entscheidungsalternative zu messen. Der zu verwendende Kapitalkostensatz spiegelt daher die Rendite einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage wider.
- Im Hinblick auf die Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern werden bei der Ermittlung objektivierte Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorgenommen. Bei Bewertungsanlässen im Sinne des IDW S1, wie vorliegend, sind die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person maßgeblich. In diesem Zusammenhang sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.

# 4.1 BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN (2/3)

Zur Plausibilisierung unserer Ertragswertermittlung haben wir auf vergleichende Marktbewertungen mittels Multiplikatoren zurückgegriffen. Der Börsenkurs der BHS tabletop AG ist aufgrund der niedrigen Handelsvolumina und deutlichen Unterschiede zwischen Brief- und Geldkurs nicht maßgebend.

## Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

- Im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht abgebildete Sachverhalte sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzurechnen bzw. davon zu subtrahieren. Hierzu zählen insbesondere Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionelle Abgrenzung).
- Das nicht betriebsnotwendige Vermögen bzw. die nicht betriebsnotwendigen Schulden sind gemäß IDW S 1 dabei mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie unter Berücksichtigung der steuerlichen Folgen auf Ebene des Unternehmens und der Anteilseigner anzusetzen. Die Summe der Werte des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt den Unternehmenswert.
- Eine Übersicht über die nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte ist in Abschnitt 5.1 dargestellt.

## Vergleichende Marktbewertungen mittels Multiplikatoren

- Als Alternative zur Fundamentalbewertung nach dem Ertragswertverfahren können in Einklang mit IDW S1 kapitalmarktorientierte Bewertungsmethoden wie die sogenannten Multiplikator-Verfahren zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden. Dabei werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen wie z.B. Umsatz, EBIT oder EBITDA in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so abgeleiteten Multiplikatoren auf die entsprechende Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens bezogen. Die Marktpreise können dabei aus der Marktkapitalisierung börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet werden (sog. „Börsen-Multiplikatoren“) oder aus Preisen, die bei M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen beobachtet wurden (sog. „Transaktions-Multiplikatoren“).
- Eine für Plausibilisierungszwecke erstellte Multiplikatorbewertung ist in Abschnitt 7 dargestellt.

## Börsenkurs

- Bei börsennotierten Gesellschaften kann der Wert grundsätzlich auch anhand des Börsenkurses und der daraus abgeleiteten Marktkapitalisierung bestimmt werden.
- Gewichtige Argumente können jedoch gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann. Sonderfaktoren können die Größe und Enge des Marktes, Zufälligkeiten einzelner Kurse sowie spekulative und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse darstellen.
- Die BHS tabletop ist seit 2017 zu großen Teilen im Besitz der BHS Verwaltungs AG, weshalb nur sehr geringe Volumina der Aktien öffentlich gehandelt wurden. Damit kann der Börsenkurs im vorliegenden Fall nicht als Maßgabe für den Unternehmenswert herangezogen werden. Dennoch haben wir in Abschnitt 6 eine Würdigung vorgenommen und auch Vorerwerbe dargestellt und analysiert.



## 4.1 BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND -METHODEN (3/3)

Im vorliegenden Fall wird von einer unbefristeten Fortführung des BHS tabletop Konzerns ausgegangen. Da der ermittelte Unternehmenswert über einem überschlägig ermittelten Liquidationswert liegt, wurde auf eine Darstellung des Liquidationswertes verzichtet.

### Liquidations- und Substanzwert

- Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert heranzuziehen, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, welche sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigt und der Liquidation keine rechtlichen oder tatsächlichen Umstände entgegenstehen.
- Da im vorliegenden Fall die BHS tabletop unbefristet fortgeführt werden soll und ein von uns überschlägig auf Basis eines Bilanzvergleichs ermittelter Liquidationswert unterhalb des ermittelten Unternehmenswertes liegt, erachten wir eine Liquidation des Unternehmens im Vergleich zu der Fortführung als wirtschaftlich nicht vorteilhaft. Zudem wären im Falle einer Liquidation erhebliche Liquidationskosten, z.B. für einen Sozialplan, mit einzubeziehen. Aufgrund der Geschäftstätigkeit und Profitabilität der BHS tabletop sind keine wesentlichen stillen Reserven anzunehmen. Somit haben wir im Rahmen dieser Stellungnahme auf die Darstellung des Liquidationswerts verzichtet.
- Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter dem Gesichtspunkt der Wiederbeschaffung führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens. Wegen der im Einzelnen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte handelt es sich regelmäßig nur um einen Teilrekonstruktionswert. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen, z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Nachbau des Unternehmens wäre, einen selbstständigen Aussagewert. Im vorliegenden Fall kommt dem Substanzwert der BHS tabletop keine eigenständige Bedeutung zu.

## 4.2 METHODISCHE VORGEHENSWEISE

Die Bewertung erfolgte unter Verwendung von zwei Prognosephasen. In Anlehnung an das Ausschüttungsverhalten der börsennotierten Vergleichsunternehmen wurde nachhaltig eine Ausschüttungsquote von 48,9% angesetzt.

### Methodische Vorgehensweise

- Die in Kapitel 5.1 beschriebenen allgemeinen Bewertungsgrundsätze und –methoden sind auf das einzelne Bewertungsobjekt, in diesem Fall die BHS tabletop, zu konkretisieren.
- Die Bewertung der BHS tabletop nach dem Ertragswertverfahren erfolgte auf Basis der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten konsolidierten Unternehmensplanung der BHS tabletop. Bei der vorliegenden Planung handelt es sich um eine Mehrjahresplanung für die Jahre 2020 bis 2025, die auf dem Ist-Ergebnis des Jahres 2019 aufsetzt.
- Um die Entwicklung der BHS tabletop über den Detailplanungszeitraum hinaus berücksichtigen zu können, wurden der Bewertung zwei Prognosephasen zu Grunde gelegt:
  - o In Prognosephase 1 (Detailplanungszeitraum) ergeben sich die Cashflows aus der integrierten Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2020 bis 2025. Die Planungsrechnung der BHS tabletop umfasst eine Gewinn- und Verlustrechnung, eine Bilanzplanung und eine Cashflow-Rechnung. Diese Planung haben wir ausgehend von unserer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 plausibilisiert. Hierzu haben wir die Vergangenheitsergebnisse um einmalige, außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt. Die weitere Plausibilisierung der Planung erfolgte im Wesentlichen auf Grundlage von Interviews mit dem Vorstand der BHS tabletop sowie anhand interner und externer Branchen- und Marktdaten.
  - o In Prognosephase 2 (sogenannte „Ewige Rente“ oder „Terminal Value“, „TV“) wurden für den Zeitraum ab 2026 nachhaltige Nettoausschüttungen prognostiziert, die mit einer konstanten Rate wachsen. Die Ableitung des nachhaltigen EBIT im Zeitraum der ewigen Rente basiert auf der Planperiode 2025.
- Die Ergebnisplanung der BHS tabletop wurde von uns bis zum Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT, „Earnings before Interest and Taxes“) grundsätzlich übernommen (mit den Anpassungen gemäß Abschnitt 3.5). Das Finanzergebnis und den Steueraufwand haben wir teilweise neu berechnet sowie ein nachhaltig erzielbares Ergebnis ermittelt. Das geplante Finanzergebnis der BHS tabletop wurde dabei aus der integrierten Bilanz- und Finanzplanung abgeleitet.

### Methodische Vorgehensweise

- Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern wurden sowohl um Unternehmenssteuern als auch um persönliche Steuern der Anteilseigner gekürzt. Als Unternehmenssteuern haben wir die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und den Solidaritätszuschlag, bzw. entsprechende ausländische Unternehmenssteuern bei den ausländischen Tochtergesellschaften, angesetzt.
- Bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern sind wir, entsprechend der unmittelbaren Typisierung bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte, von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen und unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen, die ihre Anteile im Privatvermögen hält. Gemäß dem aktuell geltenden Abgeltungssteuersystem entspricht die persönliche Steuer auf Ausschüttungen 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag.
- Aufgrund der negativen Ergebnisse in 2020 und 2021 sowie den mit der Re-Finanzierung verbundenen Ausschüttungssperren, haben wir im Detailplanungszeitraum bis einschließlich 2022 keine Ausschüttung und eine echte Thesaurierung zur Wiederherstellung einer nachhaltigen Eigenkapitalquote unterstellt. Entgegen der Planung der Gesellschaft (keine Ausschüttungen geplant), gehen wir ab 2023 von einer Dividendenzahlung in Höhe von 0,37 EUR / Aktie, entsprechend dem langfristigen historischen Durchschnitt vor Restrukturierung und COVID-19 aus.
- In Anlehnung an das Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen haben wir unserer Bewertung für die ewige Rente eine Ausschüttungsquote von 48,9% der Jahresüberschüsse zu Grunde gelegt. Den nach der Ausschüttung verbleibenden Betrag des Jahresüberschusses haben wir fiktiv den Anteilseignern zugerechnet, soweit die Jahresüberschüsse nicht zur Finanzierung des zukünftigen Wachstums erforderlich waren. Die letztlich relevanten Wertbeiträge aus Thesaurierung ergeben sich nach Abzug einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% (entsprechend dem hälftigen Abgeltungssteuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag.
- Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind im Abschnitt 5.2 ausführlich dargelegt.
- Bewertungsstichtag der in diesem Gutachten dargestellten Bewertung ist der 22. September 2020.

## 5. ABLEITUNG DES UNTERNEHMENSWERTES

---

- 5.1 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen
- 5.2 Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- 5.3 Ableitung des Unternehmenswerts
- 5.4 Ableitung des Wertes je Aktie

# 5.1 NICHT BETRIEBSNOTWENDIGES VERMÖGEN

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der Gesellschaft umfasst u.a. den Wert der Beteiligung an zwei Tochtergesellschaften in der Tschechischen Republik. Diese wurden nicht in den Konsolidierungskreis einbezogen und sind somit separat zu bewerten. Sonderwerte umfassen die Pensionsrückstellung sowie analog die bestehende Rückdeckungsversicherung.

BHS Tabletop Group | Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

in TEUR	
Nicht betriebsnotwendige Immobilien	0
Wertbeitrag Beteiligung HCM Marienbad s.r.o.	301
Wertbeitrag Beteiligung DCA v Asi s.r.o.	431
Beteiligung Royal Porcelain Co.Ltd., Thailand	0
Beteiligung International Company for Stoneware Pipes and Ceramics, Cairo	0
BHS tabletop Beteiligungs GmbH	49
<b>Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens</b>	<b>781</b>
Körperschaftsteuerlicher Verlusrücktrag	224
Belastung durch Pensionsrückstellung	-38.981
Rückdeckungsversicherung	3.729
<b>Sonderwerte</b>	<b>-35.027</b>
<b>Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte</b>	<b>-34.246</b>

Quelle: Managementinformationen; Analyse Röfal & Partner

## Allgemein

- Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt die BHS tabletop auch über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).

## Nicht betriebsnotwendige Immobilien

- Aufgrund der langen Unternehmenshistorie verfügt die BHS tabletop über Immobilienvermögen. Wesentliche Teile des Vermögens umfassen genutzte Gebäude, in denen Produktion und Verwaltung untergebracht sind.
- Es bestehen allerdings auch ungenutzte Flurstück und vermietete bzw. verpachtete Gebäude und Grundstücke, wie beispielsweise Mietwohnungen, aber auch landwirtschaftliche Flächen und Waldflächen (teils mit Altlasten behaftet). Einzelne Teile des Immobilienvermögens wurden in den letzten Jahren bereits veräußert. Aufgrund der wirtschaftlichen und demographischen Entwicklung in Oberfranken ist die Nachfrage nach Grundstücken und Immobilien in Selbst und Umgebung sehr gering und Verkaufsbemühungen, insbesondere aufgrund der Altlasten bei einigen Objekten mit hoher Unsicherheit behaftet.

## Nicht betriebsnotwendige Immobilien (Forts.)

- Die Gesellschaft plant die vorliegenden nicht betriebsnotwendigen Liegenschaften sowie die Gebäude der Hauptverwaltung in Selbst zu veräußern. Die avisierten Erträge in Höhe von MEUR 5,3 sind bereits in der Planungsrechnung enthalten und damit im Rahmen der vorliegenden Bewertung nicht separat zu berücksichtigen.

## Wertbeitrag nicht konsolidierter Beteiligungen

- Die BHS tabletop verfügt neben den in der Planung enthaltenen Gesellschaften auch über zwei Gesellschaften in der Tschechischen Republik. Bei diesen Gesellschaften handelt es sich um Produktionsgesellschaften, die quasi als verlängerte Werkbank fungieren und einzelne Produktionsschritte, wie z.B. Dekorarbeiten übernehmen. In der Planung sind diese Gesellschaften aufgrund der untergeordneten Bedeutung nicht enthalten. Die beiden Gesellschaften HCM und TCA, werden im Rahmen eines Cost-plus Verrechnungspreissystems vergütet und sind vollständig von der BHS tabletop abhängig. Die beiden Gesellschaften sind zwar nicht frei veräußerbar, da sie in der Planung allerdings nicht enthalten sind haben wir sie entsprechend als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt.

- Im Übrigen bestehen Kleinbeteiligungen (jeweils um 1%) an der Royal Porcelain Co.Ltd., Thailand sowie an der International Company for Stoneware Pipes and Ceramics, Ägypten. Beide Gesellschaften haben in den letzten Jahren keine Ausschüttungen veranlasst und die Gesellschaft rechnet aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Situation für die nächsten Jahre mit keiner solchen Ausschüttung. Damit haben wir den beiden Beteiligungen lediglich ihren Buchwert beigemessen. Ebenfalls über den Buchwert wurde die nicht operativ tätige BHS tabletop Beteiligungs GmbH berücksichtigt. Unter Berücksichtigung von Unternehmenssteuern wie auch persönlichen Ertragsteuern beträgt der Wert der nicht in der Planung berücksichtigten Beteiligungen MEUR 0,8.

## Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen

- Das steuerliche Einlagekonto der BHS tabletop AG in Höhe von MEUR 30,3 (per 31.12.2018) wurde nicht als Sonderwert erfasst. In der Detailplanungsphase werden keine Ausschüttungen aus dem Einlagekonto geplant. In der danach folgenden ewigen Rente, wird ebenfalls keine Ausschüttung aus dem Einlagekonto unterstellt. Jegliche Ausschüttungen sind über die zukünftigen Jahresüberschüsse abgedeckt.
- Im Übrigen konnten wir keine wesentlichen Vermögensgegenstände oder stille Lasten identifizieren, die als nicht betriebsnotwendig angesehen werden können.

## 5.1 NICHT BETRIEBSNOTWENDIGES VERMÖGEN

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der Gesellschaft umfasst u.a. den Wert der Beteiligung an zwei Tochtergesellschaften in der Tschechischen Republik. Diese wurden nicht in den Konsolidierungskreis einbezogen und sind somit separat zu bewerten. Sonderwerte umfassen die Pensionsrückstellung sowie analog die bestehende Rückdeckungsversicherung.

BHS Tabletop Group | Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

in TEUR	
Nicht betriebsnotwendige Immobilien	0
Wertbeitrag Beteiligung HCM Marienbad s.r.o.	301
Wertbeitrag Beteiligung DCA v Asi s.r.o.	431
Beteiligung Royal Porcelain Co.Ltd., Thailand	0
Beteiligung International Company for Stoneware Pipes and Ceramics, Cairo	0
BHS tabletop Beteiligungs GmbH	49
<b>Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens</b>	<b>781</b>
Körperschaftsteuerlicher Verlustrücktrag	224
Belastung durch Pensionsrückstellung	-38.981
Rückdeckungsversicherung	-3.729
<b>Sonderwerte</b>	<b>-35.027</b>
<b>Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte</b>	<b>-34.246</b>

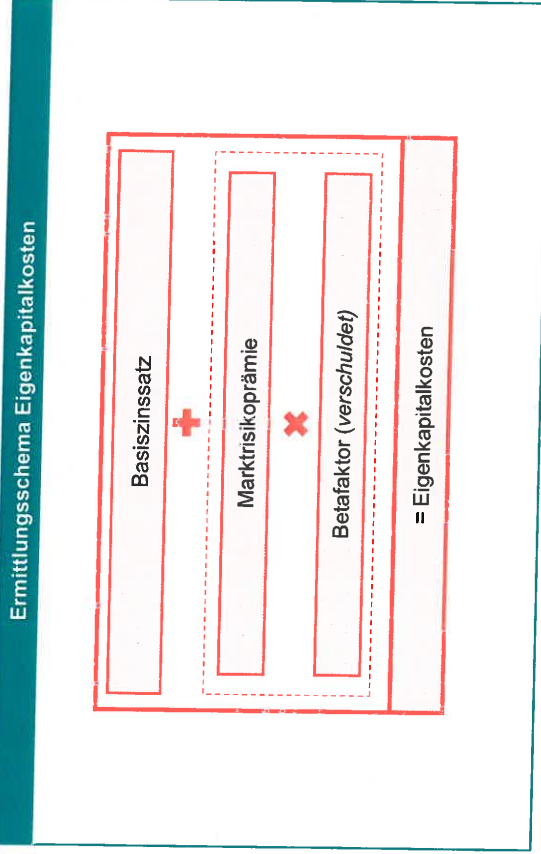
Quelle: Managementinformationen, Analyse Rödl & Partner

### Sonderwerte

- Weiterhin wurden im Rahmen der Unternehmensbewertung drei Sonderwerte berücksichtigt.
- In Folge der COVID-19 Pandemie ist seit Juni 2020 in Deutschland ein körperschaftsteuerlicher Verlustrücktrag von bis zu MEUR 5 möglich. Dieser beträgt 15% zzgl. Solidaritätszuschlag der maßgeblichen Einkünfte des Jahres 2019 und beläuft sich somit für die BHS tabletop auf TEUR 224.
- Die Pensionszusage der BHS tabletop AG umfasst nur Mitarbeiter, die bis zum 30. April 1994 eingestellt wurden und seitdem 10 Jahre Betriebszugehörigkeit vorweisen können. Somit ist ein stetiger Fortbestand der Pensionszusagen nicht zu erwarten. Diesem Sachverhalt tragen wir Rechnung, indem wir die Pensionsrückstellung in Höhe des per 30.06.2020 erwarteten Rückstellungsbetrags als Sonderwert abziehen und die damit verbundenen Positionen der Ertrags- und Finanzlage eliminieren (siehe bereits Abschnitt 3.5).
- In diesem Zusammenhang wurde ebenfalls die bestehende Rückdeckungsversicherung der Gesellschaft als Sonderwert angesetzt und damit im Zusammenhang stehende Auswirkungen auf die Ertrags- und Finanzlage (nebenstehende sonstige betriebliche Erträge) eliminiert (siehe ebenfalls bereits Abschnitt 3.5).
- In Summe ist der sich ergebende Ertragswert somit um nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte in Höhe von TEUR 34.246 zu korrigieren.

## 5.2 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES (1/4)

Die Eigenkapitalkosten der BHS tabletop wurden anhand des Capital Asset Pricing Models ermittelt. Dabei wurde analog der empfohlenen Vorgehensweise des IDW ein Basiszins von 0,00% und eine Marktrisikoprämie von 5,00% angesetzt.



### Allgemein

- Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen. Der Kapitalisierungszinssatz orientiert sich dabei an der Entscheidungsalternative eines Investors, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen (das Bewertungsobjekt) mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteile am Kapitalmarkt vergleicht.
- Der Kapitalisierungszinssatz gibt demnach an, welche Rendite aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss um sich gegenüber der nächstbesten Alternative nicht schlechter zu stellen. Dabei ist zu beachten, dass deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom des Unternehmens einzuschätzen ist.
- Als Ausgangsgröße bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte werden grundsätzlich Kapitalmarktrenditen für Aktienportfolios bzw. für Bündel aus von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen herangezogen und diese darauf aufbauend an die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst.
- Für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes wird üblicherweise zwischen Basiszins und Risikozuschlag differenziert. Bei beiden Komponenten sind steuerliche Regelungen zu berücksichtigen. Im Rahmen der Anwendung der bei aktienrechtlichen Bewertungsanlässen einschlägigen unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse nicht nur um Unternehmenssteuern, sondern auch um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und der Kapitalisierungszinssatz somit ebenfalls um persönliche Ertragsteuern zu kürzen.
- Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

### Basiszinssatz

- Grundlage für die Festlegung des Basiszinssatzes ist ein landesüblicher Zinssatz für eine (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlage. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand in Deutschland weitestgehend die Forderung der Risikofreiheit.

## 5.2 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSSATZES (2/4)

Der risikofreie Basiszins wurde auf Basis der Svensson Methode abgeleitet, der Risikozuschlag auf Basis des Tax-CAPM.

### Basiszinssatz (Fort.)

- Zur Beachtung der Laufzeitäquivalenz bei der Bewertung von Unternehmen mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wären grundsätzlich zeitlich ebenfalls unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand heranzuziehen.
- Da solche ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, werden entsprechend den methodischen Empfehlungen des IDW Zinsstrukturkurven als Ausgangsbasis herangezogen. Zinsstrukturkurven bilden den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Da Staatsanleihen in der Regel so genannte Kuponanleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, können solche Anleiherenditen nicht unmittelbar für Unternehmensbewertungen herangezogen werden. Aus diesem Grund haben wir, den Empfehlungen des IDW folgend, von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte Zinsstrukturdaten herangezogen, welche nach der sog. Svensson Methode ermittelt wurden. Anhand der Svensson Methode lassen sich Zinssätze für hypothetische Zero-Bonds ableiten und auf Tagesbasis Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten von 30 Jahren schätzen. Für jenseits der 30 Jahre liegende Restlaufzeiten kann vor dem Hintergrund der Prognoseunsicherheit und der begrenzten Verwendbarkeit der Parameter der Schätzfunktion der Deutschen Bundesbank im Rahmen einer Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen im Regelfall der für eine Restlaufzeit von 30 Jahren durchschnittlich ermittelte Zerobond-Zinssatz als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.
- Den Vorschlägen des IDW folgend, haben wir den einheitlichen Basiszinssatz anhand des Mittelwertes für die drei vor dem Bewertungsstichtag liegenden Monate auf Tagesbasis abgeleitet.
- Nach der beschriebenen Vorgehensweise und unter Beachtung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse haben wir finanzmathematisch einen barwertäquivalenten, einheitlichen Zinssatz vor persönlichen Ertragsteuern ermittelt und diesen kaufmännisch auf volle 0,1-Prozentpunkte gerundet. Es ergibt sich ein Zinssatz von 0,0% vor persönlichen Steuern. Der Basiszins vor persönlichen Steuern ist konsistent zu den bei der Ableitung der Risikoprämie getroffenen Annahmen, um den persönlichen Ertragssteuersatz in Höhe von 25 Prozent zzgl. Solidaritätszuschlag zu mindern. Zum Bewertungsstichtag ergibt sich ein barwertäquivalenter, für den gesamten Prognosezeitraum einheitlicher Basiszins i.H.v. 0,0% nach Steuern.

### Risikozuschlag

- Aufgrund des höheren Risikos der Investition in ein Unternehmen im Vergleich zum Kauf einer risikolosen Anleihe der öffentlichen Hand ist der veranschlagte Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts ist zur Ableitung des Risikozuschlages nicht auf die subjektive Risikoeinstellung einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen.
- In der Bewertungspraxis sowie bei der ganz überwiegenden Spruchpraxis der Gerichte hat sich die Ermittlung der Risikoprämien mit Hilfe von Kapitalpreisbildungsmodellen (Capital Asset Pricing Model, Tax-CAPM) durchgesetzt. Das CAPM erklärt die Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Einflüsse persönlicher Ertragssteuern. Zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes bei unmittelbarer Typisierung wird stattdessen das Tax-CAPM herangezogen. Hierdurch kann im Gegensatz zum CAPM die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen explizit abgebildet werden.
- Nach dem Tax-CAPM ergibt sich der Risikozuschlag aus der Marktrisikoprämie nach Steuern und dem Betafaktor.

### Marktrisikoprämie

- Die Marktrisikoprämie entspricht grundsätzlich der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer quasi-risikolosen Wertpapieranlage und stellt praktisch die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskante Wertpapiere gegenüber quasi-risikolosen Anlagen vom Markt gewährt wird.
- Verschiedene Kapitalmarktuntersuchungen zu langjährigen Betrachtungszeiträumen haben gezeigt, dass in der Vergangenheit höhere Renditen bei Investitionen in Aktien erzielt werden konnten als bei Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere.
- Bis zum Jahr 2012 basierten die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung („FAUB“) des IDW hinsichtlich sachgerechter Bandbreiten von Marktrisikoprämien ebenfalls auf historischen Durchschnittswerten, die um langfristige Trendentwicklungen angepasst wurden. Bei dieser Vorgehensweise wurde jedoch davon ausgegangen, dass die für die Vergangenheit gemessene Differenz zwischen realisierten Marktrenditen und der risikofreien Rendite unter Berücksichtigung langfristiger Trendentwicklungen ein guter Schätzer für die erwartete Marktrisikoprämie ist.

## 5.2 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSSATZES (3/4)

Die Marktrisikoprämie wurde mit 5,0% nach persönlichen Steuern innerhalb der vom IDW vorgeschlagenen Bandbreite von 5,0% bis 6,5% zum Ansatz gebracht.

BHS Tabletop Group | Ermittlung der Eigenkapitalkosten

in %	2020		2021		2022		2023		2024		2025		TV
	Plan		Plan		Plan		Plan		Plan		Plan		
<b>Eigenkapitalkosten</b>													
Risikoloser Zinssatz	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Marktrisikoprämie	5,0%		5,0%		5,0%		5,0%		5,0%		5,0%		5,0%
Beta relevered	1,40		1,46		1,58		1,47		1,40		1,40		1,40
Beta unlevered	1,40		1,40		1,40		1,40		1,40		1,40		1,40
Verschuldungsgrad (D/E)	0,0%		5,5%		20,3%		8,1%		0,0%		0,0%		0,0%
<b>Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag)</b>	<b>7,0%</b>		<b>7,3%</b>		<b>7,9%</b>		<b>7,4%</b>		<b>7,0%</b>		<b>7,0%</b>		<b>7,0%</b>
<b>Wachstumsabschlag Ewige Rendite</b>													
Wachstumsabschlag													-0,75%
<b>Eigenkapitalkosten (nach Wachstumsabschlag)</b>	<b>7,0%</b>		<b>7,3%</b>		<b>7,9%</b>		<b>7,4%</b>		<b>7,0%</b>		<b>7,0%</b>		<b>6,3%</b>

Quelle: Analyse Rödl & Partner

### Marktrisikoprämie (Fort.)

– Als Folge der Finanz- und Schuldenkrise ist die Situation an den Kapitalmärkten jedoch u.a. dadurch gekennzeichnet, dass die Renditen langlaufender deutscher Staatsanleihen wesentlich unterhalb der historischen Werte notieren. Ein unreflektierter Ansatz von Marktrisikoprämien, die auf Basis von vergangenheitsbezogenen Daten ermittelt wurden, würde eine nachhaltig reduzierte Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer implizieren. Der FAUB stellte in diesem Zusammenhang fest, dass Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex ante-Analysen zu sogenannten implizit ermittelten Marktrisikoprämien nahe legen, dass die Risikotoleranz von Kapitalmarktteilnehmern u.a. wegen besserer Diversifikationsmöglichkeiten gestiegen sind und somit eine nachhaltig reduzierte Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer unplausibel erscheint.

– Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW hält es für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern an einer Bandbreite von 5,0% bis 6,5% zu orientieren (Verlautbarung vom 25. Oktober 2019).

– Auch wenn uns aufgrund des gegenwärtigen Zinsniveaus und der herrschenden Marktbedingungen eine Marktrisikoprämie in Höhe von 6,0% als sachgerecht erscheint, haben wir abweichend hiervon eine geringere Marktrisikoprämie von 5,0% angesetzt, um die bisherigen gerichtlichen Entscheidungen zu berücksichtigen.

### Betafaktor

– Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Betafaktor größer als eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional verändert.

– Der Betafaktor wird mittels Regressionsanalyse aus Kapitalmarktdaten abgeleitet. Er ergibt sich rechnerisch als Steigungsmaß einer Regressionsgeraden, die anhand einer linearen Regression der jeweiligen unternehmensspezifischen Aktienkursrendite und der Rendite eines Aktienindex abgeleitet wird.



## 5.2 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSSATZES (4/4)

Der Betafaktor wurde auf Basis einer Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet und beträgt 1,40.

### Betafaktor (Fort.)

- Die Berechnung des Betafaktors kann für unterschiedliche Betrachtungszeiträume, Renditeintervalle und Aktienindizes durchgeführt werden. In der Bewertungspraxis werden die Betafaktoren in der Regel auf Basis monatlicher Renditen für einen Fünf-Jahres-Zeitraum oder wöchentlicher Renditen für einen Zwei-Jahres-Zeitraum abgeleitet. Zudem wird in der Regel ein globaler oder ein lokaler Aktienindex für die Regression herangezogen.
- Bei den so ermittelten Betafaktoren handelt es sich um Betafaktoren verschuldeter Unternehmen. Nach herrschender Meinung ist davon auszugehen, dass ein hoher Verschuldungsgrad grundsätzlich mit einem hohen finanziellen Risiko für das Eigenkapital verbunden ist und dass ein solcher deshalb höhere Risikozuschläge (für das Eigenkapital) nach sich zieht. Um die Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt herzustellen, werden die erhobenen Betafaktoren daher um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko bereinigt („unlevered“) und anschließend an das Kapitalstrukturrisiko des Bewertungsobjekts angepasst („relevered“).
- Da die BHS tabletop börsennotiert ist, ist es grundsätzlich möglich, mit Hilfe geeigneter ökonomischer Verfahren den eigenen Betafaktor abzuleiten. Die von uns ermittelten Betafaktoren der BHS tabletop Aktie erfüllen allerdings nicht die üblicherweise an eine Betafaktoren angelegten Gütekriterien. Bei analoger Ableitung zur Peer Group erfüllt die BHS tabletop zwar Kriterien der Anzahl Datenpunkte sowie den Test auf statistische Signifikanz auf der 5% Schwelle, erfüllt jedoch nicht die Kriterien von 20% Streubezug sowie eine Differenz zwischen Geld- und Briefkurs von maximal 1,5%.

- Zur Ableitung der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen haben wir auf Kapitalmarktdaten des Finanzinformationssystems S&P Capital IQ zurückgegriffen. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit börsennotierten Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Produkte anbieten und vergleichbaren Marktstrukturen unterliegen. Um diese Unternehmen zu identifizieren, wurden diejenigen Unternehmen herangezogen, die in einem funktionierenden Kapitalmarkt gelistet sind und deren operative Risiken zu einem nicht unwesentlichen Maß mit der BHS tabletop vergleichbar sind.

### Betafaktor (Fort.)

- Es wurden nur solche Betafaktoren berücksichtigt, die gemäß unserer Analyse der Liquidität und statistischen Signifikanz als belastbar eingestuft wurden. Trotz dieses systematischen Auswahlprozesses verbleiben naturgemäß Unterschiede im Produktportfolio der Peer Group Unternehmen und der BHS tabletop. Eine vollständige Vergleichbarkeit von Peer Group Unternehmen mit einem zu bewertenden Unternehmen ist regelmäßig nicht erreichbar.
- Die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind jedoch wie die BHS tabletop ebenfalls im Bereich „tabletop“, also im Bereich der Tischgedecke und verwandter Produkte, tätig. Vor diesem Hintergrund halten wir das durchschnittliche operative Risiko der ausgewählten Peer Group Unternehmen mit dem operativen Risiko der BHS tabletop für vergleichbar. Anhand der Peer Group haben wir auf Basis einer 5-Jahresbetrachtung von monatlichen Renditen einen durchschnittlichen, unverschuldeten Betafaktor i.H.v. 1,40 abgeleitet (siehe Anhang 1). Dieser unverschuldete Betafaktor wurde dann anhand der planjahrspezifischen Kapitalstruktur der BHS tabletop zu Marktwerten „relevered“ um das Kapitalstrukturrisiko zu berücksichtigen.

### Wachstumsabschlag

- Künftiges Wachstum kann sich einerseits aus Mengen- und Struktureffekten, wie bspw. durch Kapazitätsoptimierungen und -erweiterungen, ergeben, andererseits aus Preisveränderungen (inflationsbedingtes Wachstum durch steigende Nominalwerte). Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotentiale in der Unternehmensplanung sowie den entziehbaren Überschüssen abgebildet. Für die fernere Prognosephase ab dem Jahr 2026 werden mengenbedingte Wachstumseffekte über das thesaurierungsbedingte Wachstum abgebildet. Der hieraus resultierende Wertbeitrag fließt den Anteilseignern über den sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen zu. Weitere, grundsätzlich rein nominalbedingte, Wachstumspotenziale werden bewertungstechnisch regelmäßig durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungssatz berücksichtigt.
- Für die ewige Rente wird eine nachhaltige Wachstumsrate in Form eines Wachstumsabschlags in Höhe von 0,75% angesetzt. Die Höhe des Wachstumsabschlags ist bedingt durch historisch niedrige realisierte Preisdurchsetzung (unter Faktorpreiserhöhungen) sowie Überkapazitäten am Markt und Preisdruck durch ausländische Konkurrenten (siehe Abschnitt 1.2)

## 5.3 ABLEITUNG DES UNTERNEHMENSWERTS

Der mit Hilfe des Ertragswertverfahren ermittelte Wert des Eigenkapitals vor Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen zum 22. September 2020 der BHS tabletop beträgt MEUR 67,9.

BHS Tabletop Group | Ertragswertermittlung

in TEUR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TV
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	
<b>EBITDA</b>	-13.662	-2.934	11.386	12.133	13.642	14.185	14.149
Abschreibungen	-4.517	-4.593	-4.707	-4.747	-4.747	-4.747	-5.580
<b>EBIT</b>	-18.179	-7.527	6.679	7.386	8.795	9.438	8.569
Finanzergebnis	125	-92	-10	38	99	225	2.132
<b>EBT</b>	-18.054	-7.609	6.669	7.424	8.894	9.662	10.701
Ertragsteuern	0	0	-635	-721	-887	-958	-2.872
Ergebnis nach Unternehmensteuern	-18.054	-7.609	6.034	6.702	8.007	8.704	7.829
Nachhaltige Wachstumsfinanzierung	-	-	-	-	-	-	-
Veränderung Working Capital in der ewigen Rente	-	-	-	-	-	-	-
Ausschüttung Minderheiten	-	-	-	-	-	-	-335
<b>Ausschüttungsquote</b>	737	672	137	37	-94	-142	-70
<b>Ausschüttungsfähiger Jahresüberschuss</b>	-17.317	-6.937	6.170	6.740	7.913	8.562	7.424
<b>Ausschüttung</b>	0,0%	0,0%	0,0%	18,5%	15,8%	14,6%	48,9%
Quellensteuer	-	-	-	1.249	1.249	1.249	3.633
Persönliche Ertragsteuern	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ausschüttung an die Anteilseigner</b>	-	-	-	-329	-329	-329	-958
<b>Fiktive Hinzurechnung Kursgewinthesaurierung</b>	-	-	-	920	920	920	2.674
Hinzurechnung Kursgewinthesaurierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Persönlicher Steuersatz (Kursgewinne)	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Effektive Veräußerungsgewinnsteuer	-	-	-	-	-	-	-500
<b>Fiktive Zurechnung von Thesaurierung nach Steuern</b>	-	-	-	-	-	-	3.291
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	-	-	-	920	920	920	5.966
<b>Eigenkapitalkosten</b>	7,0%	7,3%	7,9%	7,4%	7,0%	7,0%	6,3%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,66	10,49
<b>Barwert Nettoausschüttung p.a.</b>	-	-	-	692	646	604	62.570
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2019	64.511						
Aufzinsungsfaktor	1,05						
<b>Wert des Eigenkapitals zum 22.9.2020</b>	<b>67.777</b>						

Quelle: Analyse Rödl & Partner

In der nebenstehenden Tabelle ist die Ableitung des Marktwerts des Eigenkapitals der BHS tabletop auf Basis des Ertragswertverfahrens zum 22. September 2020 dargestellt. Im Folgenden werden die wesentlichen Prämissen kurz erläutert:

- Die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungszeitraum 2020 bis 2025 basiert auf der von der BHS tabletop zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung (vergleiche auch Abschnitt 3.4). Das nachhaltige EBITDA im Zeitraum der Ewigen Rente basiert auf dem EBITDA des letzten Planjahres.
- Das Finanzergebnis ergibt sich aus einem integrierten Planungsmodell und berücksichtigt den Bestand der Nettofinanzverbindlichkeiten im jeweiligen Planjahr.
- Die Ertragsteuern basieren auf einem Gesamtsteuersatz unter Berücksichtigung jeweils anfallender lokaler Steuern nach Berücksichtigung von Verlustvorträgen. Für die ewige Rente wurde eine annuitätische Auflösung der Verlustvorträge vorgenommen.
- Für die Planjahre 2020 bis 2022 wurde keine Ausschüttung angenommen. Die Ausschüttungen der Planjahre 2023 – 2025 wurden auf Basis historischer Dividendenzahlungen abgeleitet (siehe Abschnitt 4.2).
- Die Eigenkapitalkosten wurden auf Basis des Capital Asset Pricing Models (CAPM) und anhand einer Peergroup von vergleichbaren Unternehmen ermittelt. Im Übrigen wurde ein risikofreier Basiszins von 0,00% sowie eine Marktrisikoprämie von 5,00%, im Einklang mit der aktuellen Empfehlung des IDW, angenommen (vergleiche Abschnitt 5.2).
- Der indikative Wert des Eigenkapitals der BHS tabletop beträgt zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2019 TEUR 64.511. Zum ökonomischen Bewertungsstichtag 22. September 2020 beträgt der Wert des Eigenkapitals vor Sonderwerten der BHS tabletop TEUR 67.777.
- Neben der Ermittlung des Ertragswertes haben wir ebenfalls eine Ermittlung des Wertes nach der DCF Methode vorgenommen. Diese Ermittlung kommt zum selben Wert des Eigenkapitals.

## 5.4 ABLEITUNG DES WERTES JE AKTIE

Aus unserer Ertragswertermittlung sowie der Betrachtung nicht betriebsnotwendigen Vermögens und Sonderwerten ergibt sich insgesamt ein Wert von EUR 9,83 je Aktie der BHS tabletop AG.

### BHS Tabletop Group | Ableitung des Wertes je Aktie

in TEUR	67.777
Wert des Eigenkapitals zum 22.9.2020	0
Nicht betriebsnotwendige Immobilien	301
Wertbeitrag Beteiligung HCM Marienbad s.r.o.	431
Wertbeitrag Beteiligung DCA v Asi s.r.o.	0
Beteiligung Royal Porcelain Co.Ltd., Thailand	0
Beteiligung International Company for Stoneware Pipes and Ceramics, Cairo	49
BHS tabletop Beteiligungs GmbH	0
<b>Wertbeitrag nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände ("nbv")</b>	<b>781</b>
Körperschaftsteuerlicher Verlustrücktrag	224
Belastung durch Pensionsrückstellung	-38.981
Rückdeckungsversicherung	3.729
<b>Wertbeitrag Sonderwerte</b>	<b>-35.027</b>
Wert des Eigenkapitals inklusive Sonderwert und nbv	33.531
Anzahl Aktien	3.412.800
<b>Wert je Aktie (in EUR)</b>	<b>9,83</b>

Quelle: Analyse Rödl & Partner

### Ableitung des Wertes je Aktie

- In der nebenstehenden Tabelle haben wir den Wert je Aktie abgeleitet.
- Als Ausgangswert dient der Ertragswert der BHS tabletop, der den operativen Wert der Gesellschaft darstellt. Zu genaueren Ausführungen und einer Ableitung des Ertragswertes verweisen wir auf Abschnitt 5.3.
- Darüber hinaus haben wir bei der Ableitung des Wertes je Aktie die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände und Sonderwerte berücksichtigt, die in Abschnitt 5.1 genauer erläutert sind.
- Weiterhin wurden drei Sonderwerte berücksichtigt. In Folge der COVID-19 Pandemie ist seit Juni 2020 in Deutschland ein körperschaftsteuerlicher Verlustrücktrag von bis zu MEUR 5 möglich. Dieser beträgt 15% zzgl. Solidaritätszuschlag der maßgeblichen Einkünfte des Jahres 2019 und beläuft sich somit für die BHS tabletop auf TEUR 224. Zudem wurde aus Transparenzgründen die Pensionsrückstellung und die damit im Zusammenhang stehende Rückdeckungsversicherung der Gesellschaft als Sonderwert in Abzug gebracht. Die Vorgehensweise wird in Abschnitt 3.5 und 5.1 genauer erläutert.
- Auf Basis der 3.412.800 herausgegebenen Aktien ergibt sich damit ein Wert von **EUR 9,83 je Aktie**.

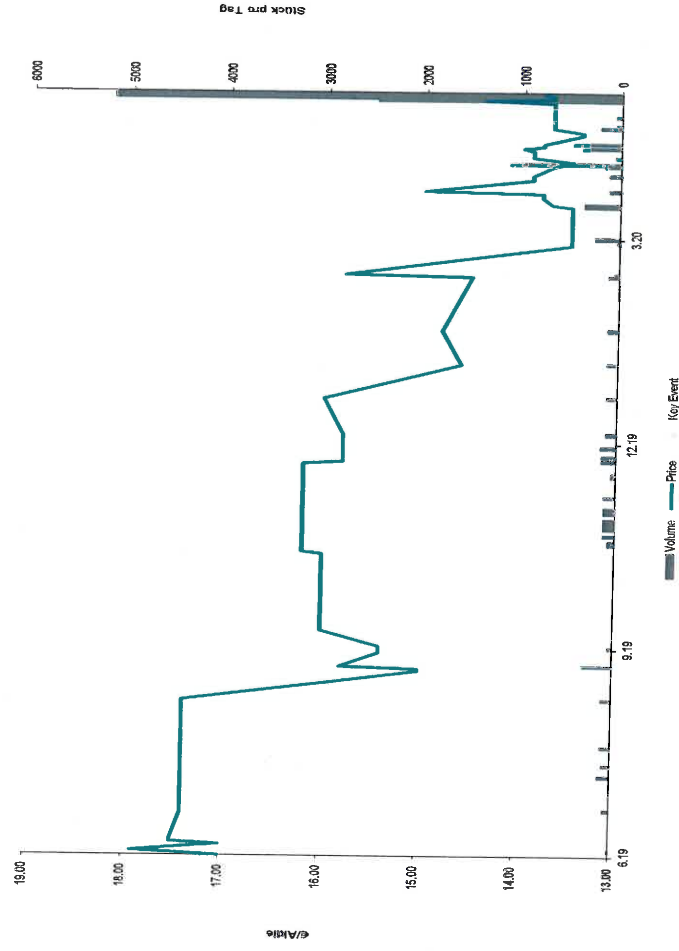
## 6. PLAUSIBILISIERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES

---

## 6. PLAUSIBILISIERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES (1/4)

Auf Basis unserer Analysen kommen wir zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs der BHS tabletop im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlagens nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.

Börsenkurs und Handelsvolumen der BHS tabletop Aktie



- Die Aktien der BHS tabletop sind unter der ISIN DE0006102007 (WKN 610200) zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter, Berliner und Düsseldorf Wertpapierbörse zugelassen und werden im Freiverkehr an der Börse Stuttgart gehandelt. In der nebenstehenden Grafik sind der Verlauf des Börsenkurses auf Basis der Handelstage sowie die Handelsvolumina (22. Mai 2019 bis 22. Mai 2020) dargestellt.
- Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) zu börsennotierten Aktiengesellschaften hat die Bemessung der Barabfindung nicht ohne Berücksichtigung des **Börsenkurses** als Untergrenze der Barabfindung zu erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.). Der Börsenkurs ist dann nicht als Untergrenze heranzuziehen, wenn dieser den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Das kann nach dem Beschluss des BGH bspw. dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel oder lediglich ein eingeschränkter Handel mit nur geringen Handelsvolumina stattgefunden hat.
- Zudem muss der Aktienkurs den Verkehrswert der Aktie darstellen und darf nicht durch etwaige Sonderfaktoren wie z.B. eine Marktengpass verzerrt sein. Ein Indikator für eine Marktengpass kann ein erhöhter Bid-Ask-Spread, also die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufsgeboten auf dem Markt sein. In dem für einen Squeeze-Out relevanten Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe des Squeeze-Out Verlangens am 2. April 2020 wurden die Aktien der BHS tabletop lediglich an 20 von insgesamt 62 Handelstagen gehandelt. Der Bid-Ask-Spread bewegt sich in diesem Zeitraum zwischen 4,6% und 11,1% (Durchschnitt 8,4%). Bei liquiden Aktien liegt dieser Wert typischerweise unter 1,0% (vgl. auch LG München I, 21.12.2015 – 5 HK O 24402/13).
- Aufgrund der niedrigen Handelsvolumina und deutlichen Unterschiede zwischen Brief- und Geldkurs sowie der im Kursverlauf unseres Erachtens zumindest nicht vollständig erfassten Effekte der Corona-Krise ist der Aktienkurs für die Bemessung der Abfindung der Minderheitsaktionäre nicht maßgebend. Auch eine entsprechende Anfrage bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nach einem Mindestpreis bzw. gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung wurde negativ beantwortet. Es konnte kein gültiger Mindestpreis ermittelt werden, da der Aktienhandel nicht ausreichend liquide war.

## 6. PLAUSIBILISIERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES (2/4)

Die Vorerwerbe in den vergangenen Jahren lagen in einer Bandbreite von EUR 10,00 und EUR 14,70. Aufgrund der aktuell gänzlich anderen Marktsituation sowie der akuten Gefährdung des Fortbestands des Unternehmens aufgrund der Corona-Krise erachten wir die zuvor gezahlten Preise im Rahmen der Vorerwerbe als nicht relevant.

- Neben Börsenkursen können auch **Preise aus Vorerwerben** der zu bewertenden Gesellschaft zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse dienen, auch wenn diese Preise der maßgeblichen Rechtsprechung nach für die Bemessung der Abfindung nicht relevant sind.
- Nachstehend sind die Vorerwerbe größerer Aktienpakete innerhalb der letzten drei Jahre dargestellt. Die Bandbreite der Vorerwerbspreise erstreckt sich von EUR 10,00 bis EUR 14,20 je Aktie:
  - Im März 2017 wurden nachfolgende Aktienkaufverträge abgeschlossen:
    1. Der Kaufpreis für 2.823.038 BHS Aktien lag bei EUR 10,00 je Aktie;
    2. Der Kaufpreis für 113.542 BHS Aktien lag bei EUR 14,20 je Aktie;
  - Der im April 2017 im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebotes angebotene Kaufpreis lag bei EUR 14,70 je Aktie. Er basierte auf einem ermittelten Wert des Eigenkapitals der BHS tabletop in Höhe von EUR 13,93 je Aktie.
- Aufgrund der aktuell gänzlich anderen Marktsituation sowie der akuten Gefährdung des Fortbestands des Unternehmens aufgrund der Corona-Krise erachten wir die zuvor gezahlten Preise im Rahmen der Vorerwerbe als nicht relevant.

## 6. PLAUSIBILISIERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES (3/4)

Zur Plausibilisierung unserer Ertragswertermittlung haben wir Multiplikatorbasierte Bewertungen auf Basis vergleichbarer börsennotierter Unternehmen und vergleichbarer Transaktionen angestellt.

### Plausibilisierung des Unternehmenswertes auf Basis von Multiplikatoren

- Zur Plausibilisierung der vorstehend dargestellten Wertermittlung haben wir eine vergleichende Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren durchgeführt. Gemäß IDW S1 können solche vereinfachte Preisfindungen einen Anhaltspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen bieten. Sie können jedoch nicht an die Stelle einer fundamentalen Unternehmensbewertung treten.
- Für die Multiplikatorbewertung können Börsenmultiplikatoren und/oder Transaktionsmultiplikatoren herangezogen werden. Da die Höhe der Transaktionsmultiplikatoren, welche auf tatsächlich gezahlten Transaktionspreisen für Vergleichsunternehmen basieren, üblicherweise in bedeutendem Umfang von der subjektiven Interessenslage und den Handlungsoptionen der Verhandlungspartner abhängt, ist deren Aussagekraft für die Bestimmung objektiver Unternehmenswerte grundsätzlich eingeschränkt. Sie können beispielsweise in erheblichem Maße durch Synergieeffekte und subjektive Erwartungen beeinflusst sein. Dennoch haben wir zur Plausibilisierung sowohl Börsen- als auch Transaktionsmultiplikatoren in Ansatz gebracht.
- Außerdem weisen wir an dieser Stelle darauf hin, dass insbesondere die abgeleiteten Transaktionsmultiplikatoren auf Transaktionen vor Beginn der Corona-Krise basieren. Damit liegt diesen Multiplikatoren ein anderer gesamtwirtschaftlicher Kontext zugrunde, der ggf. zu erhöhten Werten im Vergleich zur aktuellen Situation führt.
- Während beim Discounted Cash Flow Verfahren die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswerts eingehen, basieren Börsenmultiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ergebnisgröße eines Historischen oder in der Zukunft liegenden Basisjahrs. Transaktionsmultiplikatoren werden in der Regel auf Basis von Ergebnisgrößen des letzten oder aktuell laufenden Geschäftsjahrs ermittelt.
- Die längerfristigen Ertragswartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Bereits dies setzt für ein zutreffendes Bewertungsergebnis mittels Multiplikatorverfahren ein hohes Maß an Vergleichbarkeit mit den Peer Group Unternehmen voraus. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit jenen Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Produkte anbieten, vergleichbaren Marktstrukturen unterliegen und deren operative Risiken somit zu einem nicht unwesentlichen Maß mit jenen des Bewertungsobjekts vergleichbar sind.

- Trotz des systematischen Auswahlprozesses verbleiben naturgemäß Unterschiede im Produktportfolio der Peer Group Unternehmen und des Targets. Eine vollständige Vergleichbarkeit ist regelmäßig nicht erreichbar. Mangels vollständiger Vergleichbarkeit kann das Ergebnis der Multiplikatorbewertung im Normalfall nur eine Bewertungsbandbreite sein.

- Unter bestimmten Prämissen können Investitionstheoretische Bewertungsverfahren und Multiplikatoren ineinander überführt werden. Dabei wird deutlich, dass Unternehmen insbesondere hinsichtlich ihrer Kapitalrenditen, Wachstumsenerwartungen und Risiken vergleichbar sein müssen, um ein aussagekräftiges Bewertungsergebnis zu erzielen. Daneben dürfen die verwendeten Erfolgsgrößen keine signifikanten Rechnungslegungsunterschiede aufweisen.

- Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung können Umsatzmultiplikatoren, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren sowie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) als Referenzgrößen zum Einsatz kommen. Wir haben die Bewertung der BHS tabletop unter Zugrundelegung der gängigeren EBIT-Multiplikatoren durchgeführt.

- Der Unternehmensgesamtwert als Basis der Multiplikatoren wurde aus der Börsenkapitalisierung zuzüglich des verzinslichen Fremdkapitals (einschließlich Pensionsrückstellungen), ausstehender Optionen, Vorzugsanteile und Minderheitsanteilen der Vergleichsunternehmen und abzüglich vorhandener Liquidität ermittelt. Grundsätzlich sollten sowohl die prognostizierte Erfolgsgröße, als auch der herangezogene Multiplikator aus dem gleichen Basisjahr stammen. Mangels belastbarer Analystenschätzungen zu den Peer Group Unternehmen haben wir im vorliegenden Fall auf das zurückliegende Geschäftsjahr 2019 abgestellt.

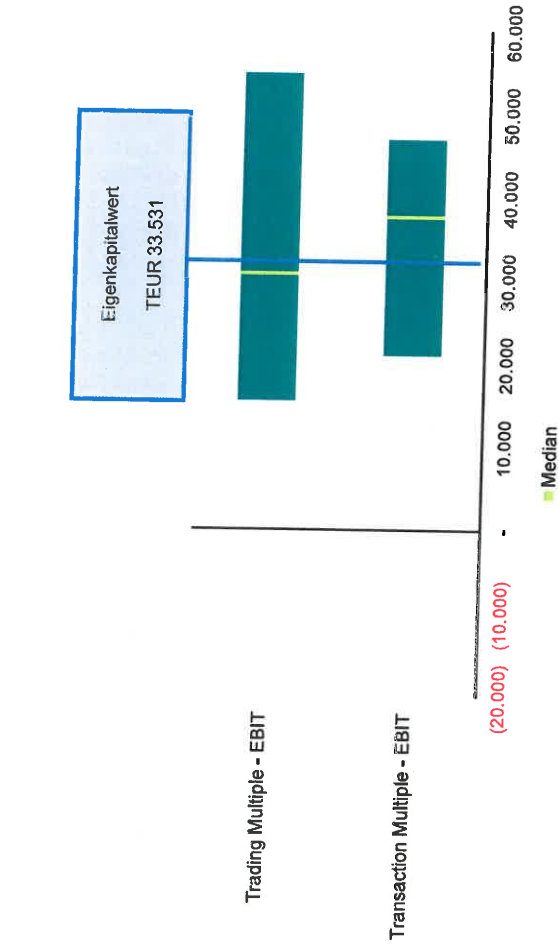
- Die Börsenmultiplikatoren und historischen Ertragsinformationen wurden über den Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ abgerufen.

- Die zugrundeliegenden Transaktionsmultiplikatoren haben wir über den Finanzinformationsdienstleister MergerMarket abgerufen.

# 6. PLAUSIBILISIERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES (4/4)

Die mittels Multiplikatorverfahren ermittelten Vergleichswerte für den Wert des Eigenkapitals stützen den ermittelten Eigenkapitalwert. Transaktionsmultiplikatoren sind aufgrund des Vergangenheitsbezugs und der veränderten wirtschaftlichen Situation in Folge der COVID-19 Pandemie nur eingeschränkt vergleichbar.

Wertbandbreiten auf Basis von Multiplikatoren in TEUR



## Allgemeines Vorgehen

- Die Multiplikatorbewertung basiert, analog zu den verfügbaren Finanzdaten der Vergleichsunternehmen auf dem Geschäftsjahr 2019. Wir weisen darauf hin, dass somit die aktuellen Verwerfungen aus der Corona-Krise nicht berücksichtigt werden. Jedoch liegen keine belastbaren Analystenschätzungen der Folgejahre vor. Der resultierende Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2019 wurde analog zur zuvor dargestellten Ableitung um nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte adjustiert und auf den Bewertungsstichtag, den 22. September 2020, aufgezinst. Die detaillierte Berechnung der Bandbreiten findet sich im Anhang.

## Bewertung mittels Börsenmultiplikatoren

- Die Bewertung mittels Börsenmultiplikatoren der Unternehmen der Peer Group wurde nach dem oben dargestellten allgemeinen Vorgehen durchgeführt.
- Es ergaben sich Bandbreiten vom ersten bis dritten Quartil von TEUR 15.493 bis TEUR 54.840 für den EBIT Multiplikator. Der Median lag bei TEUR 30.531.

## Bewertung mittels Transaktionsmultiplikatoren

- Die Bewertung mittels Transaktionsmultiplikatoren aus ermittelten Vergleichbaren Transaktionen wurde nach dem oben dargestellten allgemeinen Vorgehen durchgeführt. Eine Übersicht über die berücksichtigten Transaktionen findet sich im Anhang.
- Es ergaben sich Bandbreiten vom ersten bis dritten Quartil von TEUR 20.996 bis TEUR 46.968 für den EBIT Multiplikator. Der Median lag bei TEUR 37.406.
- Vor dem Hintergrund der avisierten Restrukturierung und des Einflusses der Corona-Krise auf das Geschäft der Gesellschaft erachten wir eine Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren für nicht sachgerecht.
- Es zeigt sich jedoch, dass der ermittelte Eigenkapitalwert in der Bandbreite der EBIT-Multiplikatoren der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren liegt.



## 7. ABSCHLIEßENDE FESTSTELLUNG

---

# 8. ABSCHLIEßENDE FESTSTELLUNG

Nach unseren Untersuchungen ergibt sich für die BHS tabletop zum 22. September 2020 ein Eigenkapitalwert von EUR 9,83 je Aktie.

- Nach dem uns von der BHS Verwaltungs AG erteilten Auftrag haben wir für die BHS tabletop einen objektivierten Unternehmenswert in der Funktion eines neutralen Gutachters und unter Berücksichtigung des Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. zur Bestimmung einer Barabfindung nach § 327 b AktG i.V.m. § 62 Abs. 5 UmwG ermittelt.
- Nach dem Ergebnis unserer Arbeiten, aufgrund der uns vorgelegten Unterlagen sowie der uns mündlich wie schriftlich erteilten Auskünfte und Nachweise und unter Berücksichtigung der in diesem Bericht dargestellten Annahmen und Methoden ergibt sich für die BHS tabletop, Selb, ein Wert des Eigenkapitals zum 22. September 2020 in Höhe von  
TEUR 33.531  
EUR 9,83
- Daraus ergibt sich bezogen auf die 3.412.800 Aktien der BHS tabletop ein Wert je Aktie von  
EUR 9,83
- Wir weisen darauf hin, dass der Bewertungsstichtag dem Tag der geplanten Hauptversammlung entspricht, welcher nach dem Datum unserer Berichtsabgabe liegt. Somit ist nicht haben können.

München, den 30. Juli 2020

**Rödl & Partner GmbH**

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Steuerberatungsgesellschaft

## ANHANG

---

- 1 Ableitung Betafaktoren
- 2 Darstellung Multiplikatoren
- 3 Abkürzungsverzeichnis
- 4 Allgemeine Auftragsbedingungen

# 1. ABLEITUNG BETAFAKTOREN (1/2)

Kriterium	Vorgehensweise	Anzahl der Peers
Industrie	Industrieklassifikation basierend auf der <b>Industrie</b> sowie den <b>Wettbewerbern</b> der <b>BHS tabletop AG</b> in Capital IQ	2.815
Selektion	Eingrenzung der Unternehmen basierend auf weiteren Kriterien: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Industrie: "Housewares and Specialities"</li> <li>- Nur börsennotierte Unternehmen</li> <li>- Nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mind. 50 Millionen USD / GBP / EUR</li> </ul>	25 (-2.790)
Geschäftsmodell	Analyse des <b>Geschäftsmodells</b> basierend auf der Beschreibung des Datenanbieters "S&P Capital IQ" sowie öffentlich verfügbarer Daten zu den jeweiligen Unternehmen (bspw. Homepage).	4 (-21)

# 1. ABLEITUNG BETAFAKTOREN (2/2)

## BHS tabletop | Beta unlevered

Company	Country	Index	Raw beta	Debt/ Equity	Tax rate	Market risk premium	Credit spread	Beta debt	Tax shield	Beta debt	Beta unlevered
Duni AB (publ)	Sweden	Sweden OMXS All Share Index	1,37	24%	22%	5,00%	2,18%	0,44	22,0%	0,44	1,22
Churchill China plc	United Kingdom	FTSE All-Share Index (GBP)	1,78	0%	19%	5,00%	2,18%	0,44	19,0%	0,44	1,78
Kütahya Porselen Sanayi Anonim Sirketi	Turkey	ISE National 30 Index	1,23	23%	22%	5,00%	2,18%	0,44	22,0%	0,44	1,11
Portmeirion Group PLC	United Kingdom	FTSE All-Share Index (GBP)	1,61	13%	19%	5,00%	2,18%	0,44	19,0%	0,44	1,50
<b>Median</b>											
<b>Average</b>											
											1,36
											1,40

Quelle: Capital IQ, Analyse Rödl & Partner

Nr.	Unternehmen	Ticker	Kurzbeschreibung	Website
1	Duni AB (publ)	OM:DUNI	Die Duni AB (publ) entwickelt, produziert und verkauft zusammen mit ihren Tochterunternehmen Verpackungen sowie Produkte für das Servieren von Mahlzeiten in Russland, dem Nahen Osten, Nordafrika, Nord-, Süd- und Lateinamerika, Asien und Ozeanien.	www.duni.com
2	Churchill China plc	AIM:CHH	Churchill China plc produziert und vertreibt Keramikprodukte und ähnliche Erzeugnisse für den Einzelhandel, das Gastgewerbe und Haushalte weltweit.	www.churchill1795.com
3	Kütahya Porselen Sanayi Anonim Sirketi	IBSE: KUTPO	Kütahya Porselen Sanayi Anonim Sirketi produziert und verkauft in erster Linie Porzellan, Geschirr sowie Zier- und Verpackungsmaterial.	www.kutahyaporselen.com.tr
4	Portmeirion Group PLC	AIM:PMP	Die Portmeirion Group PLC produziert und vermarktet Keramik, Haushaltsdüfte, und damit in Verbindung stehende Haushaltswarenprodukte in Großbritannien, den Vereinigten Staaten, Südkorea sowie international.	www.portmeiriongroup.com

- Der Betafaktor wurde auf Basis der Daten des Finanzinformationssystems Capital IQ aus den Betafaktoren vergleichbarer, börsennotierter Unternehmen (Peergroup Beta) abgeleitet.
- Die Betafaktoren wurden auf Basis monatlicher Renditen über einen Referenzzeitraum von 5 Jahren durch eine lineare Regression mit den entsprechenden Renditen von lokalen Marktindices abgeleitet.
- Zusätzlich haben wir die statistische Validität der erhobenen Betafaktoren über den sog. t-Test auf Signifikanz überprüft (siehe dazu auch Abschnitt 5.2).
- **Der Durchschnitt der unverschuldeten Betafaktoren der börsennotierten Vergleichsunternehmen (Peergroup) beträgt 1,40.**

## 2. DARSTELLUNG MULTIPLIKATOREN

BHS tabletop | Transaktions-Multiplikatoren

Stichtag	Unternehmen	Käufer	Land Käufer	Land Target	Umsatz	Entity-Multiplikatoren	EBIT
23/05/2016	WMF Group GmbH	Groupe SEB SA	France	Germany	1,4	13,4	26,0
01/03/2016	Kitch'n (50% Stake)	Tore Thorstensen (Private II Norway)	Norway	Norway	1,2	10,4	11,8
29/09/2018	Candy S.p.A	Haier Smart Home Co Ltd	China	Italy	0,5	8,2	14,3
19/04/2016	Corelle Brands, LLC	GP Investments Acquisition	Brazil, Cayman	USA	0,8	7,9	16,3
02/06/2017	Baccarat SA	Fortune Fountain Capital	China	France	1,3	15,5	31,9
22/06/2017	Ceramica Cielo S.p.A. (80% Stake)	Mittel Private Equity SpA	Italy	Italy	1,3	5,8	7,7
12/07/2019	Nadir Figueiredo Industria e Comercio S.A.	H.I.G. Capital, LLC	USA	Brazil	1,3	5,6	7,0
01/10/2014	John Artis Limited (70% Stake)	BHS Tabletop AG	Germany	United Kingdom	0,8	10,0	10,9
18/06/2014	WMF Group GmbH (93.44% Stake)	Kohlberg Kravis Roberts & Co USA	USA	Germany	0,7	9,4	14,6
31/01/2013	The Oneida Group, Inc.	ROI Acquisition Corp.	USA	USA	n/a	7,7	n/a
13/10/2014	Sterno Products LLC	Compass Diversified Holdings	USA	USA	n/a	8,1	n/a
1. Quartil					0,8	7,8	10,9
Median					1,2	8,2	14,3
3. Quartil					1,3	10,2	16,3

Quelle: Merger Market, Analyse Rödl & Partner.

BHS tabletop | Börsen-Multiplikatoren

Unternehmen	Land	Entity-Multiple	EBIT
Duni AB (publ)	Sweden	12,9	
Churchill China plc	United Kingdom	9,8	
Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	Portugal	17,9	
Kütahya Porselen Sanayi Anonim Sirketi	Turkey	40,6	
Portmeirion Group PLC	United Kingdom	8,8	
1. Quartil		9,8	
Median		12,9	
3. Quartil		17,9	

Quelle: Capital IQ, Analyse Rödl & Partner.

# 4. ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

<b>Gesellschaften</b>	BauscherHepp Inc.	BauscherHepp Inc., Raleigh, USA
BHS tabletop	BHS tabletop AG, Selb	
BHS tabletop Beteiligungs GmbH	BHS tabletop Beteiligungs GmbH, Selb	
BHS tabletop Konzern	BHS tabletop AG und ihre Tochtergesellschaften	
BHS Verwaltungs AG	BHS Verwaltungs AG, München	
DCA v Aši s.r.o.	DCA v Aši s.r.o., Aš, Tschechien	
HCM Marienbad s.r.o.	HCM Marienbad s.r.o., Veiká Hledsebe, Tschechien	
John Artis Ltd.	John Artis Ltd., Chessington, Großbritannien	
Serafini; Serafin Gruppe	Serafin Unternehmensgruppe GmbH, München	
T&T GmbH	Tools and Technologies GmbH	
Rödl & Partner	Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, München	
<b>Abkürzungen</b>		
Abs.	Absatz	
AG	Aktiengesellschaft	
AktG	Aktiengesetz	
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	
BVKI	Bundesverband Keramische Industrie	
bzw.	beziehungsweise	
ca.	circa	
CAGR	Compounded Annual Growth Rate	
CAPM	Capital Asset Pricing Model	
DEHOGA	Deutscher Hotel- und Gaststättenverband e. V.	
d.h.	das heißt	
DBO	Defined Benefit Obligation	
DPO	Days of payables outstanding, durchschnittliche Kreditorenlaufzeit	
DSO	Days Sales Outstanding, durchschnittliche Forderungslaufzeit	
EBIT	Earnings before interest and taxes	
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation	
EBT	Earnings before taxes	
		<b>Abkürzungen (Fortsetzung)</b>
	etc.	et cetera
	EUR oder €	Euro
	ff.	fortfolgende
	Forts.	Fortsetzung
	GB	Großbritannien
	GBP	Great Britain Pound
	HGB	Handelsgesetzbuch
	HR-Nr.	Handelsregister Nummer
	IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e. V.
	IDW S1	IDW Standard S1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" i.d.F. 2008
	IFRS	International Financial Reporting Standards
	i.H.v.	in Höhe von
	Inc.	Incorporated
	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
	KStG	Körperschaftsteuergesetz
	Ltd.	Limited
	LuL	Lieferungen und Leistungen
	MEUR	Millionen EURO
	Mio.	Millionen
	M&A	Mergers and Acquisitions
	p.a.	per annum
	rd.	rund
	sog.	sogenannt
	s.r.o.	Gesellschaft mit beschränkter Haftung in Tschechien
	TV	Terminal Value, ewige Rente
	TEUR	Tausend Euro
	UmwG	Umwandlungsgesetz
	USD	US-amerikanische Dollar
	vgl.	vergleiche
	z.B.	zum Beispiel

