

*Telefonica*

Deutschland

---

**BERICHT DES VORSTANDS**

---

der

**Telefónica Deutschland Holding AG**

gemäß § 203 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG zu  
Tagesordnungspunkt 2 der außerordentlichen Hauptversammlung vom 11. Februar 2014

Beschlussfassung über die Ermächtigung des Vorstands zur Kapitalerhöhung  
gegen Sacheinlagen mit Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre  
(Genehmigtes Kapital 2014/I)  
und entsprechende Satzungsänderung

## INHALTSVERZEICHNIS

	<b>SEITE</b>
<b>Einleitung .....</b>	<b>5</b>
<b>A. Hintergrund des beabsichtigten Erwerbs von E-Plus und Beschreibung der Transaktion .....</b>	<b>5</b>
<b>I. Überblick .....</b>	<b>5</b>
<b>II. Hintergrund des beabsichtigten Erwerbs von E-Plus .....</b>	<b>6</b>
1. Telefónica Deutschland Holding AG.....	6
a) Firma, Grundkapital, Aktien und Sitz .....	6
b) Aktionärsstruktur .....	6
c) Unternehmensgegenstand.....	6
d) Konzernstruktur .....	7
e) Geschäftstätigkeit der TDH Gruppe .....	7
aa) Netzbetreiber .....	8
bb) Vertrieb .....	8
cc) Arbeitnehmer .....	9
2. E-Plus Gruppe.....	10
a) E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG.....	10
aa) Firma und Sitz.....	10
bb) Gesellschafterstruktur und Kapital.....	10
cc) Unternehmensgegenstand .....	10
dd) Konzernstruktur der Ursprünglichen E-Plus Gruppe.....	10
ee) Geschäftstätigkeit und Strategie der Ursprünglichen E-Plus Gruppe.....	12
ff) Arbeitnehmer .....	13
b) Umstrukturierung der Ursprünglichen E-Plus Gruppe.....	13
aa) Umstrukturierung der E-Plus Service GmbH & Co. KG.....	13
bb) Verschmelzungen von Tochtergesellschaften.....	14
cc) Gründung der New E-Plus KG und Ausgliederung.....	14
dd) Zielstruktur nach der Umstrukturierung .....	16
c) Entflechtung von KPN und E-Plus.....	17
<b>III. Beschreibung der Transaktion.....</b>	<b>17</b>
1. Vertragliche Grundlage der Transaktion .....	17
a) Kaufgegenstand .....	17
b) Gegenleistung .....	18
c) Garantieerklärungen und Steuerfreistellungen .....	18
d) Wettbewerbsverbot.....	19
e) Zustimmungen Dritter und sonstige Vollzugsvoraussetzungen .....	19
f) Erwerbsbeschränkungen zulasten von KPN.....	20
g) Optimierung.....	20
2. Kapitalmaßnahmen zur Durchführung des Kaufvertrags .....	20

a)	Barkapitalerhöhung unter Gewährung von Bezugsrechten .....	20
b)	Beschaffung der Gegenleistungsaktien .....	21
aa)	Genehmigtes Kapital .....	21
bb)	Direktbeschluss ausgeschlossen.....	23
3.	Vollzug des Kaufvertrags .....	23
4.	Zielstruktur der Transaktion .....	24
5.	Post Merger Integration .....	24
6.	Status und weiterer Zeitplan .....	25
IV.	Wirtschaftlicher und kaufmännischer Hintergrund der Transaktion.....	25
1.	Einschätzung des deutschen Telekommunikationsmarkts.....	25
a)	Mobilfunkmarkt.....	25
b)	Festnetz-Breitbanddienste .....	26
c)	Ausblick.....	26
2.	Strategische und wirtschaftliche Motivation für die Transaktion.....	27
a)	Ausbau des <i>Long Term Evolution</i> -Netzes .....	27
b)	Kundenvorteile .....	27
c)	Festnetzbereich.....	28
d)	Wettbewerbsposition und Skaleneffekte .....	28
e)	Synergien.....	28
3.	Strategische Alternativen zu der Transaktion .....	29
V.	Potentielle regulatorische Auswirkungen der Transaktion für die TDH AG.....	29
1.	Bundesnetzagentur .....	29
2.	Fusionskontrolle.....	29
<b>B.</b>	<b>Interesse der TDH AG am Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre.....</b>	<b>30</b>
I.	Wachstumsstrategie.....	30
II.	Synergien.....	30
1.	Synergien im Bereich Vertrieb und Kundenservice .....	30
2.	Netzwerksynergien .....	31
3.	Synergien im Bereich von Verwaltungs- und sonstigen Gemeinkosten.....	31
4.	Umsatz und andere Synergien .....	31
III.	Stärkung der Wettbewerbsposition der TDH AG .....	31
IV.	Stärkung der Position der TDH AG am Kapitalmarkt und positive Effekte für die Kapitalstruktur .....	32
<b>C.</b>	<b>Geeignetheit des Bezugsrechtsausschlusses.....</b>	<b>33</b>
<b>D.</b>	<b>Erforderlichkeit des Bezugsrechtsausschlusses .....</b>	<b>33</b>
I.	Alternativen zur geplanten Kapitalerhöhung gegen (gemischte) Sacheinlage.....	33
1.	Erwerb gegen Gegenleistung ausschließlich in Geld.....	33
a)	Vollständige Finanzierung über Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht .....	33
b)	(Partielle) Fremdfinanzierung .....	34

2.	Verschmelzung von E-Plus auf die TDH AG .....	35
3.	Ausgliederung von E-Plus auf die TDH AG .....	35
4.	Erwerb von E-Plus durch eine Beteiligungsgesellschaft der TDH AG .....	35
	a) Erwerb durch Beteiligungsgesellschaft ausschließlich gegen Geldleistung.....	36
	b) Erwerb durch Beteiligungsgesellschaft gegen Geldleistung und Gewährung einer Beteiligung.....	36
II.	Auswirkungen der Kapitalerhöhung gegen (gemischte) Sacheinlage auf die Aktionärsstruktur .....	36
<b>E.</b>	<b>Angemessenheit des Ausgabepreises und Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung .....</b>	<b>37</b>
I.	Bewertungsmethodik.....	38
II.	E-Plus .....	39
III.	TDH AG .....	39
IV.	Synergien.....	41
V.	Zusammenfassung .....	42
<b>F.</b>	<b>Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses .....</b>	<b>42</b>
I.	Keine wirtschaftliche Verwässerung.....	43
II.	Überwiegendes Interesse der TDH AG am Erwerb der New E-Plus KG Beteiligung .....	43
<b>G.</b>	<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>43</b>
	<b>Liste der Definitionen.....</b>	<b>44</b>
	<b>Anlage: Gutachten der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zum Unternehmenswert der Telefónica Deutschland und der E-Plus zum 11. Februar 2014.....</b>	<b>45</b>

## Einleitung

Der außerordentlichen Hauptversammlung vom 11. Februar 2014 wird von Vorstand und Aufsichtsrat unter Tagesordnungspunkt 1 vorgeschlagen, eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen um bis zu EUR 3,7 Mrd. (in Worten: drei Milliarden siebenhundert Millionen Euro) zu beschließen. Die Aktionäre haben im Rahmen der Barkapitalerhöhung ein Bezugsrecht.

Unter Tagesordnungspunkt 2 wird der außerordentlichen Hauptversammlung vorgeschlagen, ein weiteres genehmigtes Kapital in Höhe von EUR 475.000.000,00 (in Worten: vierhundertfünfundsiebzig Millionen Euro) zu schaffen. Hierdurch soll der Vorstand ermächtigt werden, das Grundkapital der Gesellschaft gegen Sacheinlagen durch Ausgabe von bis zu 475.000.000 (in Worten: vierhundertfünfundsiebzig Millionen) Aktien um bis zu EUR 475.000.000,00 zu erhöhen. Das Bezugsrecht der Aktionäre wird ausgeschlossen.

Zu Tagesordnungspunkt 2 erstattet der Vorstand den folgenden Bericht gemäß § 203 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG.

### A. Hintergrund des beabsichtigten Erwerbs von E-Plus und Beschreibung der Transaktion

#### I. Überblick

Der der außerordentlichen Hauptversammlung unter Tagesordnungspunkt 1 vorgeschlagene Beschluss über die Barkapitalerhöhung um bis zu EUR 3,7 Mrd. unter Gewährung des Bezugsrechts und die unter Tagesordnungspunkt 2 vorgeschlagene Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gegen Sacheinlagen um bis zu EUR 475.000.000,00 unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre dienen der Finanzierung und der Durchführung des Erwerbs der Geschäftsaktivitäten der E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG und ihrer mittelbaren und unmittelbaren Beteiligungsgesellschaften (diese Geschäftsaktivitäten „**E-Plus**“ und dieser Erwerb „**Transaktion**“).

Im Zuge der Transaktion erwirbt die Telefónica Deutschland Holding AG E-Plus von der E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG, einer mittelbaren Tochtergesellschaft der Koninklijke KPN N.V. gegen (i) Gewährung von Aktien in Höhe von 24,9 % des erhöhten Grundkapitals der Telefónica Deutschland Holding AG nach Durchführung der Transaktion (das „**Erhöhte Grundkapital**“) und (ii) Zahlung von EUR 3,7 Mrd. (vorbehaltlich etwaiger Anpassungen, vergleiche A.III.1.b)). Die E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG veräußert im unmittelbaren Anschluss an die Ausgabe der als Gegenleistung für die Einbringung von E-Plus zu gewährenden neuen Aktien ein Aktienpaket im Umfang von

4,4 % des Erhöhten Grundkapitals der Telefónica Deutschland Holding AG an die Telefónica S.A. zum Kaufpreis von EUR 1,3 Mrd. und räumt der Telefónica S.A. die Option ein, gegen Zahlung von bis zu EUR 510 Mio. bis zu weitere 2,9 % des Erhöhten Grundkapitals der Telefónica Deutschland Holding AG von ihr zu erwerben.

## **II. Hintergrund des beabsichtigten Erwerbs von E-Plus**

### **1. Telefónica Deutschland Holding AG**

#### **a) Firma, Grundkapital, Aktien und Sitz**

Die Telefónica Deutschland Holding AG („**TDH AG**“ oder „**Gesellschaft**“) mit Sitz in München ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 201055 eingetragen. Die Gesellschaft entstand im Wege der formwechselnden Umwandlung aus der Telefónica Germany Verwaltungs GmbH; der Formwechsel wurde am 26. September 2012 in das Handelsregister eingetragen. Die Geschäftsadresse der TDH AG lautet: Georg-Brauchle-Ring 23-25, 80992 München.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 1.116.945.400,00 und ist in ebenso viele Stückaktien eingeteilt. Die von der TDH AG ausgegebenen Aktien sind Namensaktien und werden seit dem 30. Oktober 2012 im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Segment Prime Standard sowie im Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart gehandelt. Seit dem 18. März 2013 gehört die TDH AG dem TecDax an.

#### **b) Aktionärsstruktur**

Größte Aktionärin der Gesellschaft ist die Telefónica S.A. („**TEF SA**“) mit Sitz in Madrid, Spanien, die (mittelbar) mit einer Beteiligungsquote in Höhe von 76,83 % an der TDH AG beteiligt ist. Die TEF SA hält diese Beteiligung über ihre hundertprozentige mittelbare Tochtergesellschaft Telefónica Germany Holdings Limited mit Sitz in Slough, Vereinigtes Königreich. Die übrigen Aktien befinden sich in Streubesitz.

#### **c) Unternehmensgegenstand**

Unternehmensgegenstand der Gesellschaft ist ausweislich der Satzung der Gesellschaft („**Satzung**“) die Betätigung im In- und Ausland im Bereich der Telekommunikation, der Informationstechnologie sowie im Bereich von Multimedia-, Informations- und Unterhaltungsangeboten, von mobilen Bezahlssystemen und sonstigen Zahlungslösungen sowie der Vertrieb von Produkten und die Erbringung von Vermittlungs- und Serviceleistungen, die mit den vorgenannten oder ver-

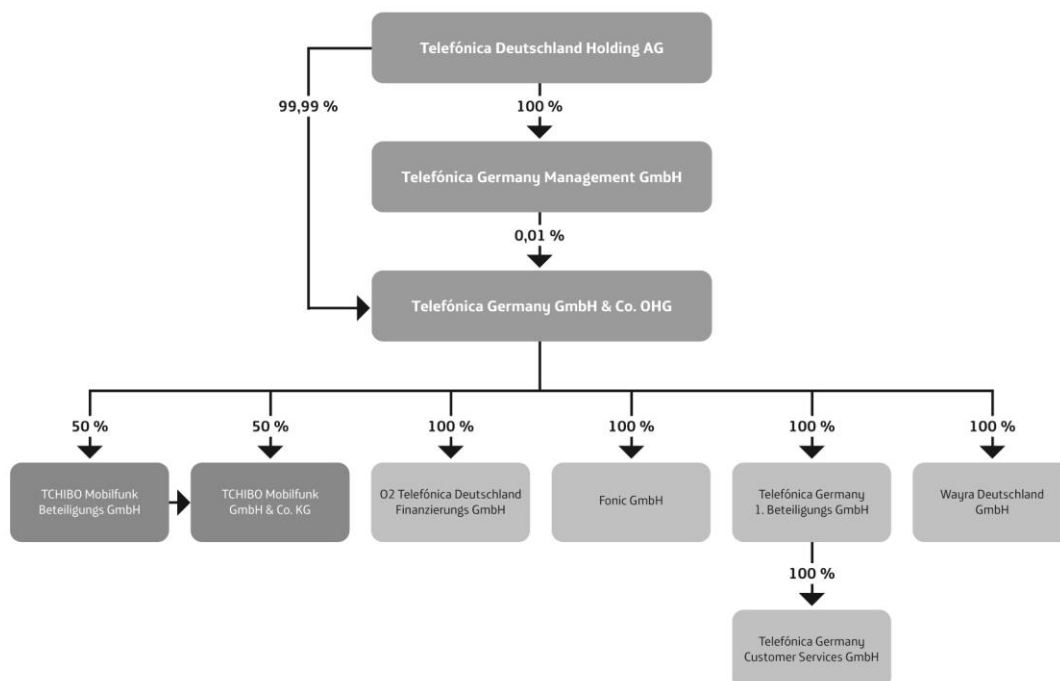
wandten Bereichen in Zusammenhang stehen, einschließlich des Vertriebs von Hardware und Versicherungslösungen.

d) Konzernstruktur

Die TDH AG ist eine Holdinggesellschaft. Das operative Geschäft wird über ihre Tochtergesellschaft Telefónica Germany GmbH & Co. OHG („**O<sub>2</sub> OHG**“) sowie deren mittelbare und unmittelbare Beteiligungsgesellschaften (diese zusammen mit der TDH AG und der O<sub>2</sub> OHG die „**TDH Gruppe**“) ausgeführt.

Unternehmensgegenstand der O<sub>2</sub> OHG ist die Leistung nationaler und grenzüberschreitender Telekommunikationsdienste aller Art in Deutschland über Fest-, Mobilfunk- und sonstige Netze, insbesondere die Übertragung von Sprache, Daten und Bildern.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die wesentlichen Gesellschaften der TDH Gruppe:



e) Geschäftstätigkeit der TDH Gruppe

Die TDH Gruppe bietet Privat- und Geschäftskunden Mobilfunk- und Festnetzprodukte einschließlich Telefonie, Datendienste sowie Mehrwertdienste an. Darüber hinaus ist die TDH Gruppe einer der führenden Großhandels- oder auch

Wholesale–Service–Provider in Deutschland und bietet ihren Wholesalepartnern Zugang zu ihrer Mobil- und Festnetzinfrastruktur und ihren Dienstleistungen.

Die TDH Gruppe ist gemessen am Umsatz der drittgrößte integrierte Telekommunikationsanbieter in Deutschland (basierend auf dem Umsatz 2012). Per 30. September 2013 verfügte die TDH Gruppe über ca. 19,6 Mio. Mobilfunkkunden (SIM-Karten).

aa) Netzbetreiber

Die TDH Gruppe betreibt ein deutschlandweites Mobilfunknetz auf Basis der Technologiestandards 2G (*Second Generation – Global System for Mobile Communications* (GSM)), 3G (*Third Generation – Universal Mobile Telecommunications System* (UMTS)) und, seit neuestem, 4G (*Fourth Generation – Long Term Evolution* (LTE)). Im 2G-Standard erreicht die TDH AG eine Netzabdeckung von 99 % der deutschen Bevölkerung und im 3G-Standard von rund 74 %. Mit dem LTE-Standard werden derzeit deutsche Großstädte wie Hamburg, Hannover, Berlin, Köln, Düsseldorf, Leipzig, Dresden, Duisburg, Essen, Frankfurt, Nürnberg und München abgedeckt. Das LTE Netz (*Long Term Evolution-Netz*) soll in den kommenden Jahren im Einklang mit der Nachfrage verdichtet und ausgebaut werden.

Die TDH Gruppe betreibt außerdem ein landesweites Festnetz. Eine strategische Partnerschaft mit der Telekom Deutschland GmbH führt zu einer Festnetzabdeckung von 95 % und ermöglicht der TDH Gruppe zudem die Versorgung von über 11 Mio. Haushalten mit Highspeed-DSL (*Digital Subscriber Line*)-Internetzugängen und Datenübertragungsraten von bis zu 50 MBit/s. Es ist beabsichtigt, die Kooperation mit der Telekom Deutschland GmbH im Festnetz noch weiter auszubauen.

bb) Vertrieb

Die TDH Gruppe vertreibt ihre Telekommunikationsdienstleistungen (Telefonie, SMS, MMS und innovative mobile Datendienstleistungen) im Rahmen einer Mehrmarkenstrategie, um möglichst viele Kundensegmente anzusprechen. Der Großteil der Postpaid- und Prepaid-Mobilfunkprodukte, der Festnetzprodukte sowie gebündelten Angebote wird unter der Kernmarke O<sub>2</sub> vertrieben. Weitere Kundengruppen werden durch Zweit- und Partnermarken sowie durch Wholesalekanäle erreicht. Zweitmarken umfassen die eigenen beziehungsweise vollständig kontrollierten Marken FONIC und netzclub sowie Marken, die durch Joint–Ventures und strategische Partnerschaften gehalten werden, wie Tchibo mobil. Die TDH Gruppe vertreibt au-



ßerdem Highspeed-Internetanschlüsse und Festnetztelefonie (*Voice over IP*) unter den Standards ADSL2+ (*Asymmetric Digital Subscriber Line 2+*) und VDSL (*Very High Speed Digital Subscriber Line*).

Im Geschäftskundenbereich werden vor allem selbständige Unternehmer sowie kleine und mittelständische Geschäftskunden über die Marke O<sub>2</sub> sowie große multinationale Unternehmen über die Marke Telefónica Multinational Solutions adressiert.

Im Rahmen des Wholesalegeschäfts bietet die TDH Gruppe Mobilfunk-, Festnetz- und Mehrwertdienstleistungen an. Zu den Kunden in diesem Bereich gehören 1&1, mobilcom/debitel, Drillisch, Freenet, Versatel, Breko, M-Net, Unitymedia/KabelBW und derzeit noch Kabel Deutschland. Außerdem bestehen Kooperationen mit Einzelhändlern wie Lidl und Kaufland. Im Festnetzbereich wird den Wholesalepartnern eine Reihe von ULL (*Unbundled Local Loop*)-Diensten, einschließlich Festnetztelefonie und Highspeed-Internet, zur Verfügung gestellt. Außerdem werden Mehrwertdienste wie Abrechnungsdienstleistungen oder das Management von Telefonnummern und SIP-Accounts (*Session Initiation Protocol*-Konten) angeboten.

Die TDH Gruppe bietet ihre Produkte über eine diversifizierte Vertriebsplattform an. Diese umfasst sowohl direkte Vertriebskanäle, wie eigene und Franchisesshops sowie Online- und Televerkauf, als auch indirekte Vertriebskanäle im Einzelhandel, mit Internethändlern und Händlerkooperationen.

Im O<sub>2</sub> My Handy-Modell können Endgeräte unabhängig von einem Mobilfunkvertrag erworben werden, sei es im Wege der Einmalzahlung oder im Wege des Mietkaufs mit Anzahlung und anschließender Ratenzahlung über zwölf oder 24 Monate.

cc) Arbeitnehmer

Die TDH Gruppe hat nahezu 6.000 Beschäftigte, davon ca. 5.500 Festangestellte, unter anderem in München (Zentrale), Berlin, Nürnberg, Bremen, Frankfurt, Hamburg, Köln, Rostock und Teltow.

## 2. E-Plus Gruppe

### a) E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG

#### aa) Firma und Sitz

Die E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG („**EPM**“) mit Sitz in Düsseldorf ist im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRA 19031 eingetragen. Die Geschäftsadresse der EPM lautet: E-Plus-Straße 1, 40472 Düsseldorf.

#### bb) Gesellschafterstruktur und Kapital

EPM hat ein Festkapital in Höhe von EUR 10 Mio. Gesellschafterinnen der EPM sind die E-Plus Mobilfunk Geschäftsführungs GmbH („**E-Plus GF**“) mit Sitz in Düsseldorf, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRB 39109, als einzige Komplementärin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 2,25 Mio. und die KPN Mobile Germany III B.V. mit Sitz in Den Haag, Niederlande, eingetragen bei der Kamer van Koophandel unter KvK-Nummer 27193954, als einzige Kommanditistin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 7,75 Mio. Beide Gesellschafterinnen sind mittelbare hundertprozentige Tochtergesellschaften der Koninklijke KPN N.V., Den Haag, Niederlande („**KPN**“).

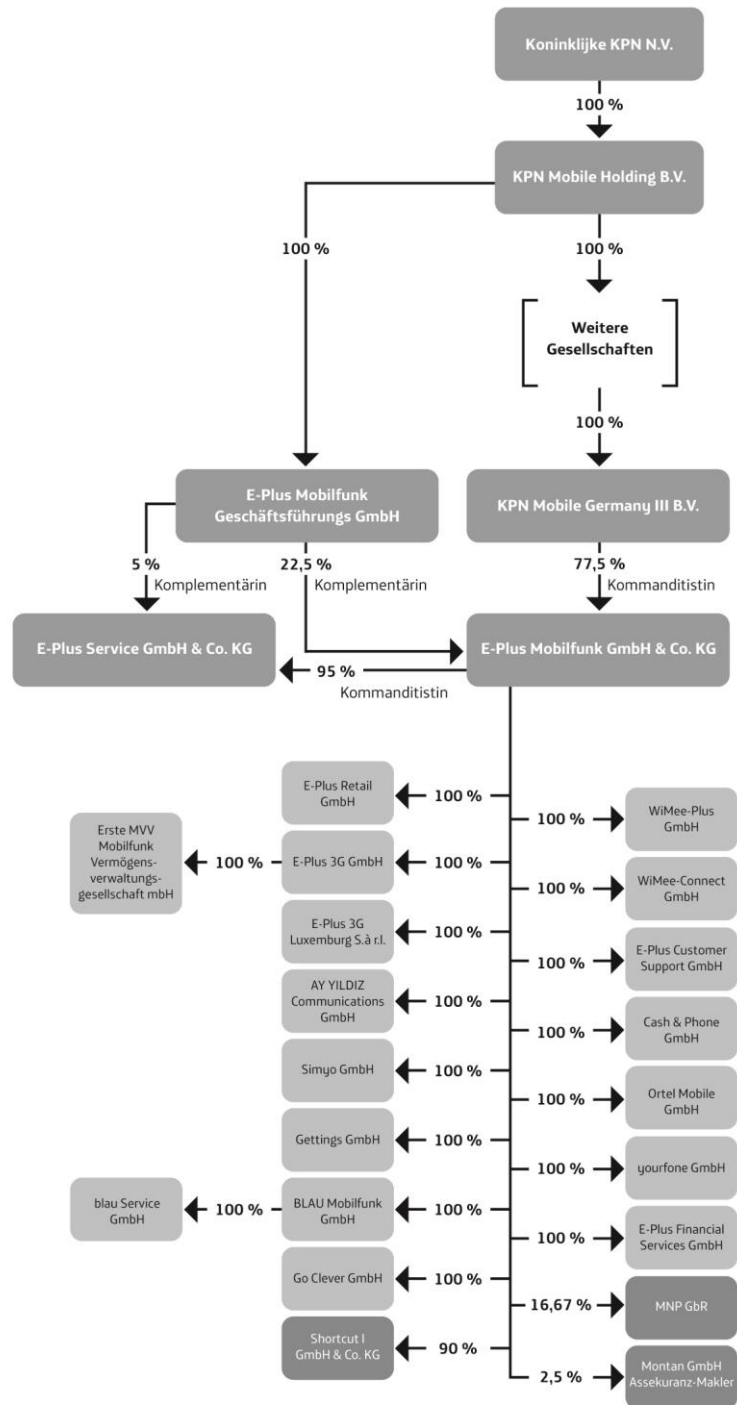
#### cc) Unternehmensgegenstand

Das Unternehmen der EPM hat zum Gegenstand: Besitz und Betrieb von Telekommunikationsnetzen sowie Erbringung von Dienstleistungen auf dem Gebiet der Telekommunikation, damit zusammenhängende Beratungsleistungen und andere Leistungen, die den Unternehmenszweck fördern, sowie Beteiligung an und Verwaltung von anderen Unternehmen, insbesondere von Unternehmen, die unmittelbar oder mittelbar im Telekommunikationsbereich tätig sind.

#### dd) Konzernstruktur der Ursprünglichen E-Plus Gruppe

Die EPM und ihre Komplementärin, die E-Plus GF, hielten bei Abschluss des der Transaktion zugrunde liegenden Vertrags am 23. Juli 2013 Beteiligungen an insgesamt 21 weiteren Gesellschaften (EPM, E-Plus GF und die weiteren Gesellschaften zusammen die „**Ursprüngliche E-Plus Gruppe**“).

Die Struktur der Ursprünglichen E-Plus Gruppe stellte sich zum 23. Juli 2013 wie folgt dar:



ee) Geschäftstätigkeit und Strategie der Ursprünglichen E-Plus Gruppe

E-Plus ist mit ca. 24,8 Mio. Mobilfunkkunden (Stand: 30. September 2013) der nach Kundenzahlen drittgrößte Mobilfunknetzbetreiber in Deutschland. Im Geschäftsjahr 2012 erzielte E-Plus Umsatzerlöse in Höhe von ca. EUR 3,2 Mrd. E-Plus bietet ein breites Spektrum an mobilen Telekommunikationsdienstleistungen und Produkten im Bereich der Sprachtelefonie, Messaging und der mobilen Datendienste sowohl in Form von Prepaid- als auch Postpaid-Services für Privatkunden und Geschäftskunden an und betreibt ein bundesweites Mobilfunknetz auf der Basis der Technologiestandards 2G (*Second Generation – Global System for Mobile Communications (GSM)*) und 3G (*Third Generation – Universal Mobile Telecommunications System (UMTS)*). Das Mobilfunknetz besteht aus mehr als 18.000 Sendemasten. Ende 2013 wird E-Plus seinen Kunden in Deutschland voraussichtlich eine Netzabdeckung von ca. 99 % der Bevölkerung im GSM-Standard und von über 80 % im UMTS-Standard anbieten können. E-Plus hat den kommerziellen Vermarktungsstart des *Long Term Evolution (LTE)*-Angebots für 2014 angekündigt. Leistungen im Bereich der Festnetztelefonie bietet E-Plus nicht an.

E-Plus hält Frequenznutzungsrechte in den Bereichen 900, 1.800, 2.100, 2.600 und 3.500 MHz. Anders als die TDH Gruppe verfügt E-Plus damit nicht über Frequenzen im Bereich 800 MHz, die für die Flächenversorgung mit dem *Long Term Evolution (LTE)*-Standard besonders geeignet sind.

EPM trägt als Netzbetreiber aus regulatorischer Sicht die Verantwortung für den Betrieb des Mobilfunknetzes und fungiert als Konzernobergesellschaft der Ursprünglichen E-Plus Gruppe.

Die E-Plus Service GmbH & Co. KG vertreibt und erbringt Mobilfunkdienstleistungen – und unterhält die entsprechenden Kundenbeziehungen – unter der Hauptmarke „BASE“ (bis 2010 auch „E-Plus“), während die AY YILDIZ Communications GmbH, die BLAU Mobilfunk GmbH, die Ortel Mobile GmbH, die simyo GmbH und die yourfone GmbH Mobilfunkdienstleistungen unter anderen Marken vertreiben und erbringen, die auf unterschiedliche Zielgruppen ausgerichtet sind.

Die Mobilfunklizenzen und Frequenznutzungsrechte von E-Plus befinden sich bei der EPM, der E-Plus 3G Luxemburg S.à r.l., der Erste MVV Mobilfunk Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, der WiMee-Connect GmbH und der WiMee-Plus GmbH.

Die E-Plus Financial Services GmbH erbringt interne Dienstleistungen, unter anderem in den Bereichen Buchhaltung, Forderungsmanagement und Bonitätsprüfungen.

Die Shortcut I GmbH & Co. KG, an der die EPM kapitalmäßig mit 90 % beteiligt ist, fungiert als Inkubator, der in frühen Phasen in kleine und mittlere Unternehmen, vorwiegend in Europa, den USA und Asien investiert.

E-Plus konzentriert sich auf die Vermarktung von Mobilfunkleistungen und verfolgt dabei eine Mehrmarkenstrategie. Das Multi-Brand-Portfolio von E-Plus umfasst die Marken BASE und E-Plus sowie verschiedene andere Marken, wie etwa eine auf Jugendliche ausgerichtete Marke (yourfone) und eine no-frills (Discount-)Marke (Blau). Wholesale-Partner von E-Plus sind insbesondere MedionMobile (AldiTalk), der ADAC, MTV und der Naturschutzbund Deutschland (NABU). Im Vergleich zur TDH Gruppe erzielt E-Plus einen geringeren Anteil ihres Umsatzes mit ihrer Hauptmarke und einen größeren Anteil über ihre weiteren Marken und Kooperationen. Zugleich hat das Prepaid-Segment für E-Plus eine größere wirtschaftliche Bedeutung als für die TDH Gruppe.

ff) Arbeitnehmer

Die Ursprüngliche E-Plus Gruppe hatte zum 30. Juni 2013 4.268 Beschäftigte unter anderem in Düsseldorf (Zentrale), Berlin, München, Hamburg, Frankfurt, Hannover, Ratingen, Potsdam und Essen.

b) Umstrukturierung der Ursprünglichen E-Plus Gruppe

KPN hat sich in dem der Transaktion zugrunde liegenden Vertrag (vergleiche Ziffer A.III.1 dieses Berichts) verpflichtet, die Ursprüngliche E-Plus Gruppe vor dem Vollzug der Transaktion umzustrukturieren („**Umstrukturierung**“). Dadurch soll die Struktur der Ursprünglichen E-Plus Gruppe vereinfacht und es ermöglicht werden, dass die TDH AG E-Plus frei von Steuerverbindlichkeiten der EPM aus der Vergangenheit sowie frei von Verpflichtungen aus Gesellschafterdarlehen erwirbt. Die Umstrukturierung betrifft die folgenden wesentlichen Aspekte:

aa) Umstrukturierung der E-Plus Service GmbH & Co. KG

Gesellschafterinnen der E-Plus Service GmbH & Co. KG mit Sitz in Potsdam, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichtes Potsdam unter HRA 2809 P („**EPS**“), waren am 23. Juli 2013 die E-Plus GF als Komplementärin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 1.346,00 und die

EPM als Kommanditistin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 25.564,00.

Um ein Ausscheiden der E-Plus GF aus der EPS unter Fortbestand der EPS zu ermöglichen, hat die EPM eine geringfügige Kommanditbeteiligung mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 1,00 an eine neu errichtete hundertprozentige Tochtergesellschaft der EPM, die E-Plus Services Treuhand GmbH mit dem Sitz in Düsseldorf, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRB 71346, verkauft, die diese Kommanditbeteiligung nunmehr treuhänderisch für die EPM hält. Im Anschluss daran hat die E-Plus GF ihre Beteiligung an der EPS als Komplementärin mit Wirkung zum 31. Dezember 2013 in eine Kommanditbeteiligung und die EPM ihre Kommanditbeteiligung mit Wirkung zum 31. Dezember 2013 in eine Beteiligung als Komplementärin umgewandelt, jeweils ohne Veränderung der Festkapitalanteile. Im nächsten Schritt wird die E-Plus GF ihre Beteiligung an der EPS im Wege einer Ausgliederung nach dem Umwandlungsgesetz (partielle Gesamtrechtsnachfolge) auf die EPM übertragen. Dadurch wird die E-Plus GF aus der EPS ausscheiden. Die EPS besteht dann fort mit der EPM als alleiniger Komplementärin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 26.909,00 und der E-Plus Services Treuhand GmbH als alleiniger Kommanditistin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 1,00.

bb) Verschmelzungen von Tochtergesellschaften

In einem weiteren Schritt wird die E-Plus 3G Luxemburg S.à r.l., Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxemburg (Stadt), Luxemburg, eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés Luxembourg unter B 75636, auf ihre Schwestergesellschaft E-Plus 3G GmbH mit Sitz in Düsseldorf, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRB 38903, verschmolzen werden, bevor Letztere wiederum auf ihre alleinige Gesellschafterin, die EPM, verschmolzen werden wird. Dabei erlischt auch eine bisher zwischen der E-Plus 3G Luxemburg S.à r.l. und der E-Plus 3G GmbH bestehende atypische stille Gesellschaft.

cc) Gründung der New E-Plus KG und Ausgliederung

Ferner haben die EPM und die E-Plus GF am 28. November 2013 den Gesellschaftsvertrag zur Errichtung einer neuen Kommanditgesellschaft unter der Firma „E-Plus Transition GmbH & Co. KG“ mit Sitz in Düsseldorf („**New E-Plus KG**“) und mit der E-Plus GF als einziger Komplementärin

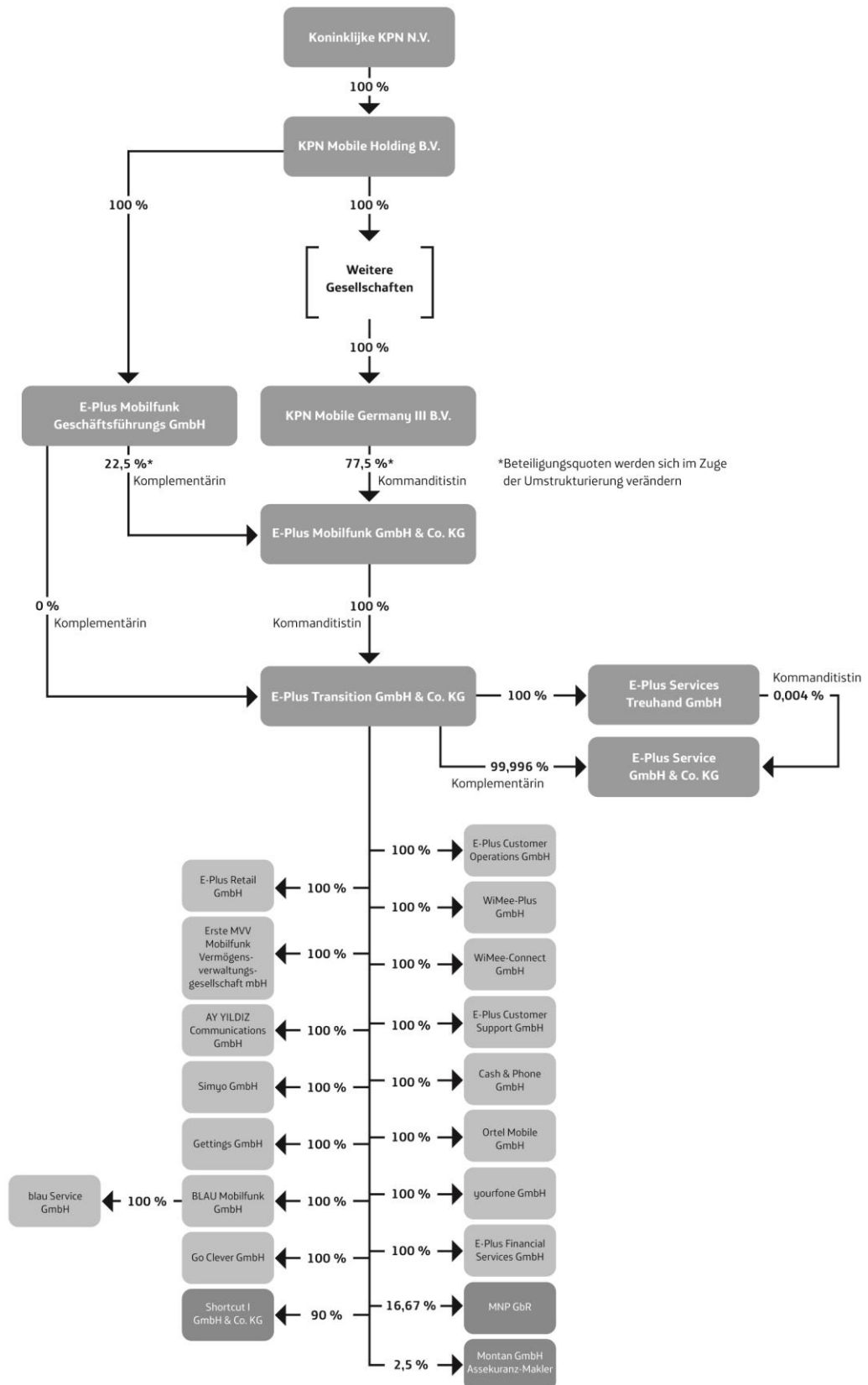
ohne Kapitalanteil sowie EPM als einziger Kommanditistin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von EUR 25.000,00 abgeschlossen. Die New E-Plus KG wurde am 3. Dezember 2013 unter HRA 22776 im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf eingetragen.

Die EPM wird im Wege einer Ausgliederung nach dem Umwandlungsgesetz (partielle Gesamtrechtsnachfolge) alle ihre Vermögenswerte, Verbindlichkeiten und Vertragsverhältnisse in die New E-Plus KG einbringen mit Ausnahme (i) aller Gesellschafterdarlehen (einschließlich aller aufgelaufenen Zinsen und Kosten), die zwischen EPM einerseits und KPN sowie mit KPN verbundenen Unternehmen andererseits bestehen, sowie (ii) aller zum Ausgliederungsstichtag bestehenden Steuerverbindlichkeiten von EPM (ungeachtet dessen, ob diese fällig, veranlagt, bedingt oder zukünftiger Natur sind).

Wesentlicher Zweck der Ausgliederung aus der EPM ist es, die umfangreichen Gesellschafterdarlehensverbindlichkeiten, die EPM gegenüber KPN und ihren nach dem Vollzug der Transaktion verbleibenden Beteiligungsgesellschaften („**Künftige KPN Gruppe**“) treffen, sowie steuerliche Risiken der EPM bei EPM und damit wirtschaftlich bei KPN zu belassen. Für den Fall einer Inanspruchnahme der New E-Plus KG wegen der gesetzlichen Mithaftung für die Verbindlichkeiten des ausgliedernden Rechtsträgers aus § 133 UmwG sind in dem der Transaktion zugrunde liegenden Vertrag (vergleiche Ziffer A.III.1 dieses Berichts) Regelungen zur Absicherung der New E-Plus KG und der TDH AG getroffen, insbesondere Freistellungen.

dd) Zielstruktur nach der Umstrukturierung

Nach Abschluss der Umstrukturierung stellt sich die Struktur der künftigen E-Plus Gruppe wie folgt dar:





c) Entflechtung von KPN und E-Plus

Vor der Einbringung der New E-Plus KG in die TDH AG, werden Maßnahmen zur Separierung der New E-Plus KG und der von ihr abhängigen Gesellschaften (zusammen „**Künftige E-Plus Gruppe**“) von den Gesellschaften der Künftigen KPN Gruppe erfolgen: Geldverbindlichkeiten zwischen den beiden Gruppen werden vor dem Vollzug der Transaktion erledigt. Sicherheiten, die Gesellschaften der Künftigen E-Plus Gruppe zugunsten von Gesellschaften der Künftigen KPN Gruppe gewährt haben, werden freigegeben. Weitere Vertragsverhältnisse zwischen den beiden Gruppen werden entweder beendet (z.B. Cash Pooling Vereinbarung und die Vereinbarung über eine Management Fee), zwischen beiden Gruppen aufgespalten (z.B. im Hinblick auf Roamingleistungen) oder geändert. Beispielsweise sollen die Gesellschaften der Künftigen E-Plus Gruppe aus bestehenden Lizenz-, Marken- und Domain Pooling-Verträgen ausscheiden und über bestimmte gewerbliche Schutzrechte, die Gesellschaften der Künftigen E-Plus Gruppe auch nach dem Vollzug der Transaktion für ihren Geschäftsbetrieb benötigen, teilweise unentgeltliche, teilweise entgeltliche Lizenzverträge abgeschlossen werden. Verträge, für die zwischen den beiden Gruppen keine besondere Regelung getroffen ist oder wird, gelten grundsätzlich unverändert fort und können durch beide Seiten mit einer angemessenen Frist gekündigt werden.

### III. Beschreibung der Transaktion

1. Vertragliche Grundlage der Transaktion

KPN, TDH AG und TEF SA haben am 23. Juli 2013 einen notariell beurkundeten Vertrag (*Share Purchase Agreement*) geschlossen, der den Erwerb von E-Plus durch die TDH AG zum Gegenstand hat. Das *Share Purchase Agreement* wurde am 26. August 2013, 28. August 2013 und 5. Dezember 2013 geändert und ergänzt (das *Share Purchase Agreement* in der geänderten und ergänzten Fassung der „**Kaufvertrag**“).

a) Kaufgegenstand

Gegenstand des Kaufvertrags ist der Erwerb von E-Plus durch die TDH AG. Dieses Geschäft wird nach der oben beschriebenen Umstrukturierung (vergleiche A.II.2.b)) in der Künftigen E-Plus Gruppe, also der New E-Plus KG und ihren unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungsgesellschaften, geführt. Zu diesem Zweck wird die EPM im Rahmen des Vollzugs des Kaufvertrags ihre gesamte Kommanditbeteiligung an der New E-Plus KG („**New E-Plus KG Beteiligung**“) in die TDH AG als Sacheinlage einbringen. Gleichzeitig wird die Telefónica Germany Management GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 109061, die eine unmittelbare hundert-

prozentige Tochtergesellschaft der TDH AG ist, die Komplementärstellung in der New E-Plus KG übernehmen, während die E-Plus GF ohne Gegenleistung aus der New E-Plus KG ausscheiden wird.

Der wirtschaftliche Übertragungsstichtag für den Übergang der New E-Plus KG Beteiligung ist im Verhältnis zwischen den Vertragsparteien der 1. Januar 2014.

b) Gegenleistung

Als Gegenleistung für die Einbringung der New E-Plus KG Beteiligung erhält die EPM (i) eine Geldleistung in Höhe von EUR 3,7 Mrd., wobei dieser Betrag einer Anpassung u.a. im Hinblick auf Veränderungen der Nettofinanzverbindlichkeiten, des Umlaufvermögens (Working Capital) zum 31. Dezember 2013 sowie auf bestimmte Auszahlungen aus dem Vermögen der Ursprünglichen E-Plus Gruppe zwischen dem 31. Dezember 2013 und der Einbringung unterliegt („**Barkomponente**“), und (ii) neu geschaffene Aktien an der TDH AG, die einem 24,9 %igen Anteil am Erhöhten Grundkapital entsprechen. Im Kaufvertrag ist weiterhin festgelegt, dass die Barkomponente nicht durch Aufnahme zusätzlicher Fremdmittel finanziert werden darf.

TEF SA und KPN haben vereinbart, dass die TEF SA (mittelbar oder unmittelbar) einen Teil der von EPM im Zuge der Sachkapitalerhöhung erworbenen Beteiligung an der TDH AG, der 4,4 % des Erhöhten Grundkapitals entspricht, gegen Zahlung eines Kaufpreises von EUR 1,3 Mrd. erwirbt; diese Aktien sollen bis zu ihrer Übertragung von EPM bereits treuhänderisch (mittelbar oder unmittelbar) für die TEF SA gehalten werden.

Die TEF SA erhält ferner das Recht, nach einem Jahr von EPM weitere Aktien im Umfang von bis zu 2,9 % des Erhöhten Grundkapitals zu einem Kaufpreis in Höhe von bis zu EUR 510 Mio. (mittelbar oder unmittelbar) zu erwerben.

c) Garantieerklärungen und Steuerfreistellungen

KPN gibt in dem Kaufvertrag Garantieerklärungen zu den rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen von E-Plus ab. Hierzu zählen Garantien zu dem rechtlichen Bestand der New E-Plus KG Beteiligung und den gesellschaftsrechtlichen Verhältnissen der New E-Plus KG sowie hinsichtlich der Richtigkeit des Konzernabschlusses der EPM zum 31. Dezember 2012, dem Bestand und Umfang von Pensionsverpflichtungen und gewerblichen Schutzrechten, sowie Garantien, die die IT-Infrastruktur, die Einhaltung datenschutzrechtlicher Bestimmungen, bestimmte arbeitsrechtliche Verhältnisse, den Bestand bestimmter wesentlicher Verträge und die Offenlegung von Gerichtsverfahren betreffen. Die Haftung im Zusammenhang mit den vorgenannten Garantien unterliegt Beschrän-

kungen, unter anderem Haftungsobergrenzen, die zwischen EUR 1,2 Mrd. und EUR 8 Mrd. betragen.

KPN ist ferner verpflichtet, der TDH AG alle Steuern und steuerlichen Nebenleistungen zu erstatten, die bei einer Gesellschaft der Künftigen E-Plus Gruppe für steuerliche Veranlagungs- und Erhebungszeiträume vor dem 1. Januar 2014 entstehen, soweit derartige Steuern zum 31. Dezember 2013 noch nicht beglichen sind. Im Gegenzug stellt die TDH AG die KPN Gruppe (mit Ausnahme der Ursprünglichen E-Plus Gruppe) von allen seitens der Künftigen E-Plus Gruppe geschuldeten Steuern frei, die Zeiträume ab dem 1. Januar 2014 betreffen.

d) Wettbewerbsverbot

KPN hat sich für die gesamte Künftige KPN Gruppe für einen Zeitraum von zwei Jahren ab dem Vollzug des Kaufvertrags verpflichtet, weder im Bereich der mobilen Telekommunikation in Deutschland tätig zu werden noch Mitarbeiter der Künftigen E-Plus Gruppe abzuwerben.

e) Zustimmungen Dritter und sonstige Vollzugsvoraussetzungen

Der Vollzug des Kaufvertrags ist unter anderem von der Freigabe des Zusammenschlussvorhabens durch die zuständigen Fusionskontrollbehörden und der Zustimmung der Hauptversammlung der KPN abhängig. Die Aktionäre der KPN haben die Zustimmung in der außerordentlichen Hauptversammlung vom 2. Oktober 2013 mit der erforderlichen Mehrheit erteilt. Das Fusionskontrollverfahren ist gegenwärtig bei der Europäischen Kommission anhängig. Eine abschließende Entscheidung über das Zusammenschlussvorhaben wird voraussichtlich erst nach der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft ergehen.

Die TDH AG ist nicht zum Vollzug des Kaufvertrags verpflichtet, wenn sich bis zum 21. Juli 2014 wesentliche nachteilige Änderungen bei E-Plus ergeben, die im Kaufvertrag im Einzelnen definiert sind.

Der Kaufvertrag sieht Vertragsstrafen in Höhe von EUR 50 Mio. beziehungsweise EUR 100 Mio. zulasten der TDH AG vor, falls bestimmte Vollzugsbedingungen (Eintragung der Kapitalerhöhungen, fusionskontrollrechtliche Freigabe) nicht eintreten. Der Kaufvertrag sieht darüber hinaus Vertragsstrafen zulasten von KPN vor, die jedoch aufgrund von Zeitablauf beziehungsweise Eintritt der entsprechenden Vollzugsvoraussetzung nicht mehr relevant sind.

Falls die Vollzugsbedingungen nicht spätestens am 1. März 2015 eingetreten sind oder auf ihren Eintritt (soweit zulässig) verzichtet wurde, steht jeder Partei des Kaufvertrags darüber hinaus ein Rücktrittsrecht zu.

f) Erwerbsbeschränkungen zulasten von KPN

Um möglichen steuerlichen Nachteilen bei der TDH Gruppe vorzubeugen, ist es KPN für einen Zeitraum von fünf Jahren unter anderem untersagt, unmittelbar oder mittelbar weitere Aktien an der TDH AG zu erwerben. Des Weiteren bestehen während dieses Zeitraums für KPN Stimmrechtsbeschränkungen, falls die unmittelbare oder mittelbare Beteiligung von KPN (gemeinsam mit verbundenen Unternehmen, einschließlich Aktionäre der KPN über einer bestimmten Beteiligungshöhe) mehr als 22,6 % des jeweiligen Grundkapitals der TDH AG überschreitet.

g) Optimierung

Die Parteien des Kaufvertrags haben sich darauf verständigt, dass sie die in dem Kaufvertrag niedergelegte Transaktionsstruktur gegebenenfalls anpassen, um eine Optimierung in rechtlicher und steuerlicher Hinsicht sowie unter den Gesichtspunkten der Transaktionskosten und Prozesssicherheit zu erreichen, soweit dies angemessen und zumutbar ist.

2. Kapitalmaßnahmen zur Durchführung des Kaufvertrags

Als Gegenleistung für den Erwerb der New E-Plus KG Beteiligung soll die TDH AG die Barkomponente erbringen sowie neue Aktien der Gesellschaft an die EPM ausgeben. Im nachfolgenden Abschnitt a) wird dargestellt, wie die Barkomponente finanziert werden soll. Unter dem daran anschließenden Buchstaben b) wird sodann dargestellt, wie die an EPM auszugebenden Aktien der Gesellschaft geschaffen werden.

a) Barkapitalerhöhung unter Gewährung von Bezugsrechten

TDH AG und KPN haben in dem Kaufvertrag vereinbart, dass die TDH AG zur Finanzierung der Barkomponente eine Barkapitalerhöhung unter Bezugsrechtsgewährung mit einem Emissionsvolumen (Gesamtbetrag aller Bareinlagen) von bis zu EUR 3,7 Mrd. durchführt. Vorstand und Aufsichtsrat schlagen daher der außerordentlichen Hauptversammlung unter Tagesordnungspunkt 1 eine entsprechende Barkapitalerhöhung zur Beschlussfassung vor. Die TEF SA hat sich in dem Kaufvertrag verpflichtet, für einen entsprechenden Beschlussvorschlag zu stimmen.

Der Beschlussvorschlag zu Tagesordnungspunkt 1 sieht entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen einen Mindestausgabepreis von EUR 1,00 je Stückaktie vor. Der Vorstand wird den Bezugspreis, also den Preis, zu dem die Aktionäre die neuen Stückaktien zeichnen können, mit Zustimmung des Aufsichtsrats festsetzen. Zur Höhe des Bezugspreises können derzeit noch keine Angaben gemacht

werden, da dieser maßgeblich vom Börsenkurs der Gesellschaft und vom Marktumfeld bei Durchführung der Kapitalerhöhung abhängen wird. Die Gesellschaft wird dafür Sorge tragen, dass ein Bezugsrechtshandel stattfindet, damit die Aktionäre, die ihr Bezugsrecht nicht ausüben möchten, dieses veräußern können.

Bei der Kapitalerhöhung wird den Aktionären das gesetzliche Bezugsrecht gewährt. Für den Fall, dass Aktionäre ihr Bezugsrecht nicht ausüben, sind Vorkehrungen dafür getroffen, dass die Kapitalerhöhung in der zur Finanzierung der Barkomponente erforderlichen Höhe platziert werden kann. Im Kaufvertrag hat sich die TEF SA verpflichtet, für die vollständige Zeichnung der Barkapitalerhöhung Sorge zu tragen, sei es, indem die TEF SA über die eigene Bezugsquote hinaus nicht von anderen Aktionären in Ausübung ihres Bezugsrechts gezeichnete Aktien selbst zeichnet, sei es, indem die TEF SA Dritte veranlasst, diese Aktien zu zeichnen; diesbezüglich liegen der Gesellschaft Bestätigungen von Banken vor, in denen diese sich bereit erklären, insgesamt bis zu 23,17 % der Aktien aus der Kapitalerhöhung zu marktüblichen Bedingungen zu übernehmen. Außerdem kann im Vorfeld des Bezugsangebots an die Aktionäre eine vorsorgliche Privatplatzierung von Aktien, die im Zuge des Bezugsrechts womöglich nicht untergebracht werden, erfolgen.

Die von der außerordentlichen Hauptversammlung zu beschließende Barkapitalerhöhung wird nur durchgeführt, wenn die zuständigen Fusionskontrollbehörden den Vollzug der Transaktion freigegeben haben.

b) Beschaffung der Gegenleistungsaktien

aa) Genehmigtes Kapital

Es ist beabsichtigt, die von der TDH AG im Rahmen des Vollzugs des Kaufvertrags als Gegenleistung auszugebenden neuen Aktien („**Gegenleistungsaktien**“) im Wege einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gegen Sacheinlage zu schaffen. Technisch handelt es sich um eine sogenannte gemischte Sacheinlage, bei der EPM neben den Gegenleistungsaktien auch eine Gegenleistung in Geld, nämlich die Barkomponente, erhält.

Die Gesellschaft verfügt derzeit über ein Genehmigtes Kapital 2012/I in Höhe von EUR 558.472.700,00. Gemäß § 4 Abs. 3 der Satzung kann der Vorstand im Rahmen der bestehenden Ermächtigung bis zu 558.472.700 Aktien an der TDH AG unter Bezugsrechtsausschluss im Rahmen von Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen zum Zwecke des (auch mittelbaren) Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an anderen Unternehmen und sonstigen Vermögensgegenständen ausgeben. Das Volu-

men des Genehmigten Kapitals 2012/I wird jedoch aus Sicht des Vorstands voraussichtlich nicht ausreichen, um die von der TDH AG auszugebende Zahl an Gegenleistungsaktien zu schaffen. Daher wird der außerordentlichen Hauptversammlung unter Tagesordnungspunkt 2 vorgeschlagen, ein weiteres Genehmigtes Kapital 2014/I zu schaffen.

Das neue Genehmigte Kapital 2014/I, über dessen Schaffung die außerordentliche Hauptversammlung zu beschließen haben wird, ermächtigt den Vorstand, bis zum Ablauf des 10. Februar 2016 das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats um bis zu insgesamt EUR 475.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 475.000.000 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien zum Ausgabebetrag von EUR 1,00 je Stückaktie gegen Sacheinlagen zu erhöhen. Das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre wird in dem Ermächtigungsbeschluss ausgeschlossen.

Der Vorstand wird im Rahmen des Vollzugs der Transaktion mit Zustimmung des Aufsichtsrats darüber entscheiden, in welchem Umfang das jeweilige Genehmigte Kapital herangezogen wird, um die Gegenleistungsaktien zu schaffen, die an EPM auszugeben sind.

Da der Gesamtbetrag des Genehmigten Kapitals 2012/I und des Genehmigten Kapitals 2014/I in Summe 50 % des Grundkapitals der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung überschreitet, kann das neue Genehmigte Kapital 2014/I vor dem Hintergrund von § 202 Abs. 3 AktG erst nach der Eintragung der Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung zu Tagesordnungspunkt 1 vorgeschlagenen Barkapitalerhöhung im Handelsregister eingetragen werden. Der Beschlussvorschlag sieht eine entsprechende Anweisung an den Vorstand vor.

Der Vorstand geht gegenwärtig davon aus, dass der Betrag des Grundkapitals nach Durchführung der Barkapitalerhöhung gemäß Tagesordnungspunkt 1 die Eintragung des Genehmigten Kapitals 2014/I zulässt. Sollte dies wider Erwarten nicht der Fall sein, würde der Vorstand den Beschluss zu Tagesordnungspunkt 2 der außerordentlichen Hauptversammlung in Übereinstimmung mit der im Beschlussvorschlag enthaltenen Anweisung nicht zur Anmeldung bringen. In diesem – aus gegenwärtiger Sicht des Vorstands unwahrscheinlichen – Fall würde der Umfang des bestehenden Genehmigten Kapitals 2012/I jedoch voraussichtlich zur Schaffung der für den Vollzug der Transaktion erforderlichen Anzahl an Gegenleistungsaktien ausreichen.

bb) Direktbeschluss ausgeschlossen

Ein Beschluss der außerordentlichen Hauptversammlung über die Erhöhung des Grundkapitals der Gesellschaft gegen Sacheinlagen (§ 183 AktG) zum Erwerb von E-Plus ist aus rechtlichen Gründen nicht möglich: Der Umfang der Sachkapitalerhöhung, die erforderlich ist, damit EPM eine Beteiligung von 24,9 % am Erhöhten Grundkapital der Gesellschaft erwirbt, kann aufgrund der vorausgehenden Barkapitalerhöhung gegenwärtig nicht abschließend bestimmt werden. Es ist daher nicht möglich, in dem Beschluss die Zahl der zu gewährenden Aktien und die darauf jeweils zu erbringende Sacheinlage festzusetzen. § 183 AktG verlangt jedoch diese Festsetzung im Rahmen eines Direktbeschlusses im Sinne der §§ 182 ff. AktG.

Eine zeitliche Staffelung der Beschlüsse über die Barkapitalerhöhung und die Sachkapitalerhöhung im Wege zweier Direktbeschlüsse – das heißt Beschlussfassung über die Sachkapitalerhöhung in einer nach Durchführung der Barkapitalerhöhung einzuberufenden weiteren außerordentlichen Hauptversammlung – würde zu einer erheblichen Verzögerung des Vollzugs der Transaktion führen. Dies hätte wirtschaftliche Nachteile für die Gesellschaft zur Folge. Darüber hinaus würde die Staffelung die Platzierung der Barkapitalerhöhung erschweren, da sich die Einbringung von E-Plus nicht unmittelbar an die Durchführung der Barkapitalerhöhung anschließen könnte, weil nach der Durchführung der Barkapitalerhöhung eine weitere Hauptversammlung zur Fassung des Direktbeschlusses über die Sachkapitalerhöhung einberufen und durchgeführt werden müsste.

3. Vollzug des Kaufvertrags

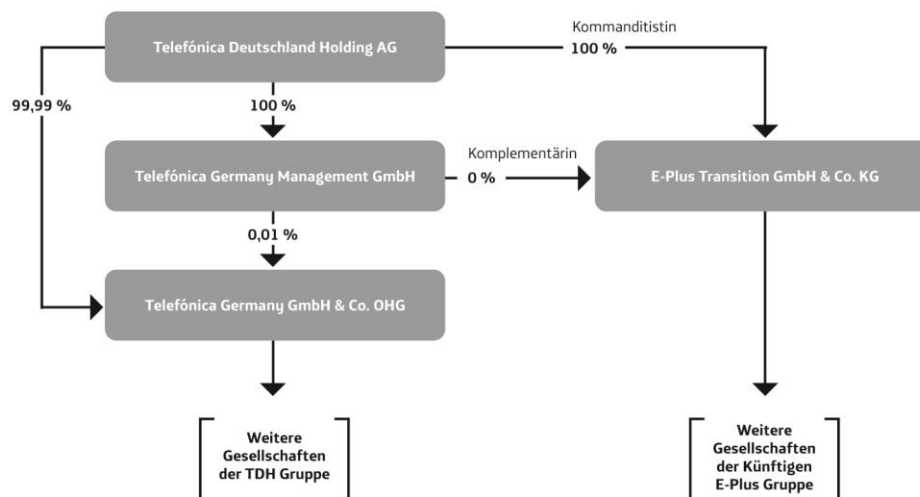
Nach Eintritt sämtlicher Vollzugsbedingungen (siehe oben A.III.1.e)) wird die EPM an dem im Kaufvertrag dafür bestimmten Tag („**Vollzugstag**“) die Gegenleistungsaktien zeichnen. Sodann wird EPM die New E-Plus KG Beteiligung (mitsamt aller Guthaben auf Gesellschafterkonten) an die TDH AG in Erfüllung der Einlageschuld auf die Gegenleistungsaktien abtreten und die TDH AG wird die Barkomponente auf ein Treuhandkonto einzahlen. Die Abtretung der Kommanditbeteiligung erfolgt aufschiebend bedingt auf die Handelsregistereintragung der TDH AG als Kommanditistin der New E-Plus KG im Wege der Sonderrechtsnachfolge.

Anschließend werden die E-Plus GF, die EPM und die Telefónica Germany Management GmbH den Austritt der E-Plus GF und den Eintritt der Telefónica Germany Management GmbH als Komplementärin der New E-Plus KG vollziehen.

Nach Eintragung der TDH AG als Kommanditistin im Handelsregister kann die EPM die Auszahlung der Barkomponente aus dem Treuhandkonto verlangen. Die Gegenleistungsaktien entstehen mit der Eintragung der Durchführung der Sachkapitalerhöhung im Handelsregister der TDH AG.

#### 4. Zielstruktur der Transaktion

Nach der Durchführung der beiden Kapitalerhöhungen wird die Künftige E-Plus Gruppe wie folgt gehalten:



#### 5. Post Merger Integration

Unmittelbar nach der Einbringung der New E-Plus KG in die TDH AG ist die New E-Plus KG (E-Plus Transition GmbH & Co. KG) eine unmittelbare Tochtergesellschaft der TDH AG, wobei die Komplementärstellung von der Telefónica Germany Management GmbH wahrgenommen wird, deren alleinige Gesellschafterin die TDH AG ist. Die TDH AG prüft derzeit noch unter strategischen, rechtlichen, steuerlichen und organisatorischen Gesichtspunkten, ob und in welcher Weise diese Beteiligungsstruktur nach dem Vollzug der Transaktion verändert und optimiert werden soll. Eine mögliche Zielstruktur, die in diesem Zusammenhang diskutiert wird, besteht darin, dass die New E-Plus KG nach Abschluss der Post Merger Integration in der Rechtsform einer GmbH



eine unmittelbare Tochtergesellschaft der O<sub>2</sub> OHG sein könnte. Eine Entscheidung über die Zielstruktur und Schritte zu ihrer Umsetzung wurden noch nicht getroffen.

#### 6. Status und weiterer Zeitplan

KPN hat bereits mit der Umstrukturierung der Ursprünglichen E-Plus Gruppe (vergleiche oben A.II.2.b)) begonnen und wird diese fortsetzen.

Nach der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft wird der Vorstand zunächst die fusionskontrollrechtliche Freigabe der Transaktion abwarten. Danach wird der Vorstand die Durchführung der Barkapitalerhöhung innerhalb der Durchführungs- und Anmeldefrist veranlassen. Hierzu ist unter anderem die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts erforderlich, auf die die zweiwöchige Bezugsfrist folgen wird.

Mit der Anmeldung der Durchführung der Barkapitalerhöhung wird voraussichtlich auch das Genehmigte Kapital 2014/I zur anschließenden Eintragung in das Handelsregister angemeldet werden.

Nachdem diese Eintragungen erfolgt und alle sonstigen Vollzugsvoraussetzungen gegeben sind, wird der Vorstand im Rahmen des Vollzugs der Transaktion über die Ausnutzung des dann bestehenden genehmigten Kapitals beschließen und die Sachkapitalerhöhung durchführen. Im Einzelnen werden beim Vollzug der Transaktion die unter A.III.3 beschriebenen wesentlichen Schritte durchgeführt.

Für den Fortgang und zeitlichen Ablauf ist somit die fusionskontrollrechtliche Freigabe der Transaktion entscheidend. Eine genaue Prognose, wann diese erteilt werden wird, ist noch nicht möglich. Der aktuelle Zeitplan für die Transaktion geht davon aus, dass mit der Durchführung der Kapitalerhöhungen im II. Quartal 2014 begonnen werden wird.

### **IV. Wirtschaftlicher und kaufmännischer Hintergrund der Transaktion**

#### 1. Einschätzung des deutschen Telekommunikationsmarkts

Insgesamt herrscht auf dem deutschen Telekommunikationsmarkt weiterhin intensiver Wettbewerb.

##### a) Mobilfunkmarkt

Der deutsche Mobilfunkmarkt war mit 114,3 Mio. Mobilfunkanschlüssen (das heißt SIM-Karten) Ende September 2013 der größte Markt innerhalb der Europäischen Union. Insbesondere das steigende Angebot an Smartphones und Smartphone-Tarifen führt zu einem starken Wachstum mobiler Datenumsätze. Klassi-

sche Kommunikationsdienste wie Telefonie und SMS verlieren demgegenüber. Der Wettbewerb wird verschärft durch Preisverfall, Regulierungseffekte und Substitution klassischer Kommunikationsdienste durch andere Dienste (insbesondere *over-the-top* (OTT)).

Der deutsche Mobilfunkmarkt ist ein etablierter Markt mit vier Mobilfunknetzbetreibern. Die TDH Gruppe hält zum 30. September 2013 mit ca. 19,6 Mio. Anschlüssen einen Marktanteil in Deutschland von etwa 17,1 %. In 2012 lag der Marktanteil mit ca. 19,3 Mio. Anschlüssen bei etwa 17,0 %. Der deutsche Marktanteil von E-Plus beträgt zum 30. September 2013 mit ca. 24,8 Mio. Anschlüssen etwa 21,7 %; in 2012 waren dies etwa 20,7 % mit ca. 23,4 Mio. Anschlüssen.

Zudem gibt es einen starken Wettbewerb durch Betreiber ohne eigenes Netz (*Service Provider* (SP), virtuelle Mobilfunknetzbetreiber (*Mobile Virtual Network Operator* (MVNO)) und Vertriebspartner mit eigener Marke (*Branded Resellers*)). Anders als in anderen Staaten der Europäischen Union haben *Service Provider* und virtuelle Netzbetreiber in Deutschland eine sehr starke Wettbewerbsposition. Circa 15 % des Mobilfunk-Retail-Markts (basierend auf den geschätzten Umsatzzahlen für 2013) sind bereits in den Händen unabhängiger *Service Provider* und virtueller Netzbetreiber (*Mobile Virtual Network Operator* (MVNO)), wie beispielsweise der Freenet-Gruppe, Drillisch sowie 1&1.

b) Festnetz-Breitbanddienste

Ende 2012 waren in Deutschland insgesamt rund 28 Mio. Breitbandanschlüsse in Betrieb. Mit einem Anteil von ca. 83 % ist DSL (*Digital Subscriber Line*) weiterhin die dominierende Anschlusstechnologie, gefolgt von Breitbandanschlüssen der Kabelnetzbetreiber (ca. 15 %). Größter DSL-Anbieter in Deutschland ist die Deutsche Telekom AG. Die TDH Gruppe und andere bedeutende Akteure auf dem Breitband-Internetmarkt mieten die entbündelten Teilnehmeranschlüsse (*Unbundled Local Loop* (ULL)) von der Telekom Deutschland GmbH. Zudem hat die TDH Gruppe im Jahr 2012 einen langfristigen Vertrag mit der Telekom Deutschland GmbH unterzeichnet, der Zugang zu deren VDSL-Infrastruktur (*Very High Speed Digital Subscriber Line*-Infrastruktur) gewährleistet.

c) Ausblick

Die treibende Kraft hinter dem Telekommunikationsmarkt in Deutschland wird weiterhin die starke Nachfrage der Kunden nach Geschwindigkeit und Qualität sowie nach einer nahtlosen und permanenten Online-Konnektivität für Smartphones und andere datenzentrische Geräte sein. Die nächste Generation mobiler Datennetze, die auf der 4G (*Fourth Generation - Long Term Evolution*

(LTE))-Technik basieren, ist in Deutschland bereits kommerzielle Realität: die Deutsche Telekom, Vodafone und die TDH Gruppe bauen derzeit ihre jeweiligen Netze aus und befinden sich dabei in verschiedenen Entwicklungsphasen. Die Deutsche Telekom und Vodafone besitzen durch die bereits in erheblicher Höhe getätigten Investitionen einen Vorsprung vor der TDH Gruppe. Die Transaktion soll dazu dienen, diesen Abstand zu verringern.

## 2. Strategische und wirtschaftliche Motivation für die Transaktion

Durch die Transaktion wird es für die TDH Gruppe und die Künftige E-Plus Gruppe (zusammen die „**Erweiterte TDH Gruppe**“) möglich, den Abstand zu den beiden Marktführern Deutsche Telekom und Vodafone zu verringern und mit diesen insbesondere im High-Value-Kunden-Bereich in stärkeren Wettbewerb zu treten. Die Transaktion wird voraussichtlich zu erheblichen Synergieeffekten führen (siehe näher unten unter B.II), deren Barwert mit EUR 5,754 Mrd. ermittelt wurde (siehe näher unten unter E.IV). Diese kommen letztlich den Kunden zugute. Die Erweiterte TDH Gruppe wird durch die Transaktion besser aufgestellt sein, um die angesichts der technischen Entwicklung und der Marktgegebenheiten notwendigen Investitionen in die Netzinfrastruktur zu bewältigen.

### a) Ausbau des *Long Term Evolution*-Netzes

Durch die Transaktion können die TDH Gruppe und E-Plus schneller und umfassender die erforderlichen Investitionen in ein flächendeckendes und konkurrenzfähiges 4G (*Fourth Generation – Long Term Evolution* (LTE))-Netzwerk tätigen, als in den jeweiligen *Stand-Alone*-Szenarien. Der Ausbau ist notwendig, um mittelfristig der weiter steigenden Datennutzung zu begegnen und insgesamt wettbewerbsfähig zu bleiben. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die hohen Investitionen, die die Deutsche Telekom und Vodafone bezüglich des Ausbaus ihres jeweiligen LTE-Netzes (*Long Term Evolution*-Netzes) bereits getätigt haben und weiter planen.

### b) Kundenvorteile

Investitionen in die Netzwerkqualität sind Voraussetzung für eine angemessene Bedienung der Kunden, die sehr hohe Geschwindigkeiten, Volumen und Qualität fordern. Die Gesamtzahl der Mobilfunknutzer ist in den vergangenen Jahren weitgehend stabil geblieben. Es zeigt sich aber eine leichte Verschiebung der Kunden von Prepaid-Angeboten in Richtung der Vertragskunden (Postpaid-Kunden): Der Anteil der Vertragskunden an den gesamten Mobilfunkkunden in Deutschland betrug Ende September 2013 ca. 48,0 % im Gegensatz zu ca. 46,7 % Ende 2012. Gleichzeitig wachsen sowohl der Marktdurchdringungsgrad mit Smartphones als

auch das Datenvolumen. Insgesamt wächst dadurch das Segment der High-Value-Kunden. Die Transaktion schafft die Voraussetzungen dafür, dieses umsatzstarke Kundensegment besser zu bedienen.

Daneben kann die TDH Gruppe durch die Transaktion auch ihre Position im Niedrigpreissegment stärken, da die verbesserte Netzqualität auch diesem Segment zugutekommt und eine noch zielgerichtete Differenzierung im Rahmen der Mehrmarkenstrategie möglich sein wird.

Nicht zuletzt profitieren auch die Wholesalekunden (*Service Provider*, virtuelle Netzbetreiber (*Mobile Virtual Network Operator (MVNO)*) und Vertriebspartner mit eigener Marke (*Branded Resellers*)) und deren Endkunden von der verbesserten Netzqualität.

c) Festnetzbereich

Mit der Transaktion ergeben sich neue Cross-Selling-Potentiale, da der erweiterte Kundenkreis künftig auf Festnetzangebote der TDH Gruppe zugreifen kann, während E-Plus dieses Segment bisher nicht bedient. Hierfür wird auf eine langfristige Kooperation mit der Telekom Deutschland GmbH zugegriffen, die den Zugang zu deren VDSL-Infrastruktur (*Very High Speed Digital Subscriber Line-Infrastruktur*) ermöglicht.

Darüber hinaus wird es die verbesserte Netzqualität erleichtern, weitere Festnetzsubstitute im Form von stationären *Long Term Evolution (LTE)*-Produkten, anzubieten.

d) Wettbewerbsposition und Skaleneffekte

Da das stetig ansteigende Datenvolumen immer höhere Anforderungen an die Netzinfrastruktur stellt und erhebliche Investitionen zu tätigen sind, sind für die Wettbewerbsfähigkeit die Größe der Kundenbasis und damit der Marktanteil bedeutsam. Die TDH Gruppe hätte ohne die Transaktion größenbedingte Nachteile zu befürchten. Durch die Transaktion entsteht neben den beiden Marktführern ein dritter Marktakteur, der mit Blick auf Größe und Marktanteil eine bessere Wettbewerbsposition hat als zuvor.

e) Synergien

Durch die Transaktion kann ferner das unter B.II beschriebene Synergiepotenzial erschlossen werden.

### 3. Strategische Alternativen zu der Transaktion

Als Alternative käme primär die Fortführung der bislang verfolgten *Stand-Alone*-Strategie in Betracht, wobei allerdings die mit der Transaktion verfolgten Skaleneffekte und Synergien nicht und die angestrebten Verbesserungen der Netzqualität nur in geringerem Ausmaß erzielbar wären.

Theoretisch denkbar wären auch Netzkooperationen mit anderen Netzbetreibern. Im Hinblick auf Kooperationen mit den beiden Marktführern (Deutsche Telekom und Vodafone) hätte die TDH Gruppe aber allein aufgrund des Größenunterschieds und des Investitionsvorsprungs der potentiellen Partner eine schlechtere Verhandlungsposition inne. Aufgrund dieser Verhandlungsposition könnten die TDH Gruppe und ihre Kunden nur höchst mittelbar von den technischen Weiterentwicklungen im Mobilfunkbereich profitieren. Bei einer rein vertraglichen Kooperation mit E-Plus bestünden weiterhin sehr deutliche Asymmetrien, unter anderem durch die unterschiedliche Frequenzausstattung, Infrastruktur und Strategie (insbesondere in Bezug auf *Long Term Evolution* (LTE)), die bei einer bloßen Kooperation letztlich nicht aufgelöst werden könnten. All dies macht Netzkooperationen im Mobilfunkbereich unwahrscheinlich.

## V. Potentielle regulatorische Auswirkungen der Transaktion für die TDH AG

Die O<sub>2</sub> OHG und die EPM sind als Telekommunikationsnetzbetreiber und -diensteanbieter in Deutschland tätig und unterliegen der Regulierung durch die Bundesnetzagentur. Ferner darf die Transaktion nach den europäischen und deutschen Vorschriften erst nach Freigabe durch die zuständige Fusionskontrollbehörde vollzogen werden.

### 1. Bundesnetzagentur

Zu einzelnen Schritten im Zusammenhang mit dem Vollzug der Transaktion muss vorab die Zustimmung der Bundesnetzagentur eingeholt werden. Andere Maßnahmen müssen der Bundesnetzagentur lediglich angezeigt werden. Die Transaktion wird deshalb insgesamt mit der Bundesnetzagentur abgestimmt und auf der abgestimmten Grundlage umgesetzt. Ansonsten könnte die Bundesnetzagentur die verschiedenen Unternehmen der Ursprünglichen E-Plus Gruppe zugeteilten Telekommunikationslizenzen oder Frequenznutzungsrechte möglicherweise widerrufen. Die Bundesnetzagentur wird prüfen, welche der Frequenzen, die der TDH Gruppe und der Ursprünglichen E-Plus Gruppe zugeteilt sind, auch nach dem Vollzug der Transaktion weiter genutzt werden dürfen.

### 2. Fusionskontrolle

Die zuständige Fusionskontrollbehörde kann ihre Freigabeentscheidung an Bedingungen knüpfen oder von der Erfüllung von Auflagen abhängig machen, sofern ihr solche

durch die TDH AG angeboten werden, um die Freigabe zu erreichen. Aufschiebende Bedingungen sind zu erfüllen, bevor die Transaktion vollzogen werden darf. Im Falle von Auflagen oder auflösenden Bedingungen darf die Transaktion bereits vor der Erfüllung der Auflagen oder auflösenden Bedingungen vollzogen werden; die Auflagen oder auflösenden Bedingungen sind in diesem Fall nach dem Vollzug, häufig in einem durch die Behörde gesetzten zeitlichen Rahmen, zu erfüllen.

## **B. Interesse der TDH AG am Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre**

### **I. Wachstumsstrategie**

Durch den Zusammenschluss der TDH Gruppe mit E-Plus entsteht ein schlagkräftiger integrierter Netzbetreiber in Deutschland, der aufgrund erheblicher Skaleneffekte über das Potential verfügt, in allen Segmenten mit den derzeitigen Marktführern zu konkurrieren. Für die Kunden bedeutet dies eine Ausweitung des Angebots an hochwertigen Produkten und eine gesteigerte Netzqualität mit erhöhter Kapazität. Ferner kann die steigende Nachfrage nach hochqualitativen Angeboten insbesondere im Bereich von Datendiensten besser bedient werden. Auch das entstehende engmaschigere Vertriebsnetz und ein vergrößertes Markenportfolio liegen im Kundeninteresse.

### **II. Synergien**

Durch die Transaktion werden erhebliche Synergiepotentiale erschlossen, die unter nachfolgenden Ziffern 1 bis 4 dargestellt sind. Die Synergien werden insbesondere in den Bereichen Vertrieb, Kundenservice und Netzwerkinfrastruktur erzielt. Weitere Effekte entstehen durch die Erschließung zusätzlicher Umsatzpotenziale sowie möglicherweise in dem Bereich Finanzen und Steuern. Die TDH AG erwartet, diese Synergien durch folgende Maßnahmen realisieren zu können:

#### **1. Synergien im Bereich Vertrieb und Kundenservice**

Die Integration beider Vertriebsstrukturen führt zu Effizienzgewinnen im Vertrieb und Kundenservice, da die *best practice* beider Unternehmen und Skaleneffekte genutzt werden können. Ferner sind eine effizientere Steuerung der Vertriebskanäle und Einsparungen bei den Gemeinkosten möglich. Die TDH AG geht davon aus, dass die Anzahl der Verkaufsshops reduziert werden kann, was zu Miet- und Personalkosteneinsparungen sowie zu verbesserten Konditionen für Verkaufsprovisionen und -boni führt. Durch die gemeinsame starke Mehrmarkenpositionierung kann die TDH AG als führender digitaler Telekommunikationsanbieter den Onlinevertrieb steigern und damit weiteres Synergiepotential erschließen. Des Weiteren geht die TDH AG davon aus, dass nach dem Zusammenschluss das gemeinsame Werbe- und Marketingbudget reduziert werden kann.

## 2. Netzwerksynergien

Die TDH AG beabsichtigt, nach dem Vollzug der Transaktion durch die Erweiterte TDH Gruppe eine abgestimmte und bundesweit einheitliche Ausbaustrategie für das LTE-Netzwerk (*Long Term Evolution*-Netzwerk) zu verfolgen. Dies ermöglicht einen schnelleren und kostengünstigeren Ausbau des *Long Term Evolution* (LTE)-Netzes.

Darüber hinaus können im Bereich der 2G (*Second Generation – Global System for Mobile Communications* (GSM))- und 3G (*Third Generation – Universal Mobile Telecommunications System* (UMTS))-Netzwerke erhebliche Einsparungen durch die Netzkonsolidierung erzielt werden. Dies umfasst eine Konsolidierung der Backbone-, Zuführungs- und Zugangsnetze, die den damit verbundenen Betriebsaufwand reduzieren wird. Es ist zu erwarten, dass die damit einhergehende Reduktion um 14.000 Basisstationen zu Synergieeffekten zum Beispiel bei Mieten, Strom und Wartung sowie Transportkosten führen wird. Zudem kann durch den Zusammenschluss die positiv skalierbare Transportvereinbarung mit der Telekom Deutschland GmbH besser ausgenutzt werden.

## 3. Synergien im Bereich von Verwaltungs- und sonstigen Gemeinkosten

Es ist zu erwarten, dass der Erwerb von E-Plus und die Integration in die Erweiterte TDH Gruppe aufgrund der Rationalisierung von Abläufen und einer anhaltenden Fokussierung auf eine schlankere und beweglichere Organisation zu reduzierten Verwaltungs- und sonstigen Gemeinkosten führen wird, unter anderem in den Bereichen Informationstechnologie, Administration und Büromieten.

## 4. Umsatz und andere Synergien

Die Erweiterte TDH Gruppe plant, sich nach dem Vollzug der Transaktion bietende Geschäftschancen im Bereich von kleinen und mittleren Unternehmen auf der Grundlage einer breiteren und hochwertigeren Serviceplattform und Infrastruktur auszunutzen und hierdurch Umsatzsteigerungen zu generieren. Ferner beabsichtigt die Erweiterte TDH Gruppe, aufgrund einer größeren Kundenbasis Cross-Selling-Potentiale im Bereich von Hochgeschwindigkeit-Breitbandangeboten im Festnetz zu nutzen.

### **III. Stärkung der Wettbewerbsposition der TDH AG**

Mit der Akquisition von E-Plus durch die TDH AG entsteht ein starker integrierter Anbieter im deutschen Telekommunikationsmarkt. Auf der Basis der Kunden- und Umsatzzahlen der TDH Gruppe und der Ursprünglichen E-Plus Gruppe per 31. Dezember 2012 hätte die Erweiterte TDH Gruppe über ca. 43 Mio. Mobilfunkkunden verfügt und Umsatzerlöse (vor Konsolidierung) in Höhe von EUR 8,4 Mrd. erzielt. Dies hätte zum 31. Dezember 2012 einem gemeinsamen Marktanteil im deutschen Mobilfunkmarkt (bezogen auf die Mobilfunkkunden) von ca. 37,7 % entsprochen.

Die Transaktion bietet der TDH AG eine gute Ausgangsposition, auch mittel- und langfristig erfolgreich im Wettbewerb zu bestehen, da hierdurch ein dritter Telekommunikationsanbieter entsteht, der hervorragend aufgestellt ist, um neben den zwei Marktführern dem großen und stetig wachsenden Kreis anspruchsvoller und umsatzstarker Kunden wettbewerbsfähige und qualitativ hochwertige Produkte und Dienstleistungen anzubieten. Gleichzeitig wird die Erweiterte TDH Gruppe auch die Herausfordererrolle der Ursprünglichen E-Plus Gruppe im Niedrigpreissegment fortsetzen können.

Insgesamt wird die Erweiterte TDH Gruppe von einer verbesserten Wettbewerbsposition profitieren und als noch stärkerer Akteur im deutschen Mobilfunkmarkt wahrgenommen werden.

#### **IV. Stärkung der Position der TDH AG am Kapitalmarkt und positive Effekte für die Kapitalstruktur**

Der Zusammenschluss der TDH Gruppe mit E-Plus wird die Position der TDH AG am Kapitalmarkt stärken: Während der Streubesitz an der TDH AG infolge des Bezugsrechtsausschlusses im Rahmen der Sachkapitalerhöhung nominell von 23,2 % auf 17,4 % sinkt, steigt die absolute Anzahl von Aktien im Streubesitz durch die Barkapitalerhöhung und die Sachkapitalerhöhung an (jeweils vorbehaltlich anderer Anteilsverschiebungen). Die erhöhte Marktkapitalisierung dürfte einen positiven Einfluss auf das Handelsvolumen und die Liquidität der Aktie der TDH AG haben. Darüber hinaus könnten die erwarteten Synergien der Erweiterten TDH Gruppe zu einer verstärkten Nachfrage nach Aktien an der TDH AG führen. Nicht zuletzt wird die Erweiterte TDH Gruppe aufgrund ihres Größenzuwachses gegenüber der heutigen TDH Gruppe eine Investitionsalternative zu dem aktuellen Marktführer in Deutschland, der Deutsche Telekom AG, darstellen.

Auch aus Sicht des Anleihenmarktes wird der Zusammenschluss der TDH Gruppe mit E-Plus unter sonst gleichen Bedingungen (*ceteris paribus*) die maßgeblichen Kennzahlen der Erweiterten TDH Gruppe verbessern: Die Erweiterte TDH Gruppe wird von einem höheren OIBDA und einer verbesserten Fähigkeit, freie Cashflows zu generieren, profitieren. Dies reduziert den Verschuldungsgrad und erhöht den Abstand gegenüber dem Zielverschuldungsgrad, den die Gesellschaft gegenüber dem Kapitalmarkt kommuniziert hat (Verhältnis von Nettofinanzverbindlichkeiten zu OIBDA < 1,0x). Durch die Barkapitalerhöhung und die Sachkapitalerhöhung wird die Eigenkapitalquote in Relation zur Bilanzsumme verbessert.

Fitch Ratings hat das langfristige Emittenten-Rating (IDR) der TDH AG von „BBB“ nach der Ankündigung der Transaktion unter anderem wegen der Eigenkapitalfinanzierung der Transaktion und des erwarteten stärkeren Cashflows als positiv bewertet und den „Stabilen Ausblick“ des Ratings bestätigt.



Auch die Begebung einer Primäranleihe durch die TDH AG Mitte November 2013 hat die positive Haltung vieler Investoren gegenüber der TDH AG und ihren Akquisitionsplänen bestätigt: Die Nachfrage nach der fünfjährigen Anleihe mit einem Volumen von EUR 600 Mio. war stark überzeichnet, was es ermöglichte, den Kreditspread im Laufe des Begebungsprozesses zu reduzieren.

### **C. Geeignetheit des Bezugsrechtsausschlusses**

Der Bezugsrechtsausschluss ist geeignet, weil der angestrebte Zweck durch ihn erreicht werden kann. Die Finanzierung des Erwerbs durch die Kombination von Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht der Aktionäre und einem Emissionsvolumen von bis zu EUR 3,7 Mrd. sowie Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts ist geeignet, das von der Gesellschaft verfolgte Ziel, E-Plus ohne Einsatz einer Fremdfinanzierung zu erwerben, zu erreichen.

### **D. Erforderlichkeit des Bezugsrechtsausschlusses**

#### **I. Alternativen zur geplanten Kapitalerhöhung gegen (gemischte) Sacheinlage**

Der Bezugsrechtsausschluss ist erforderlich, wenn keine Alternative zur Verfügung steht oder der Bezugsrechtsausschluss das von der Gesellschaft verfolgte Ziel am besten zu fördern vermag.

Der Vorstand hat eingehend geprüft, ob zu dem gewählten Konzept Alternativen bestehen und dabei festgestellt, dass diese entweder nicht zur Verfügung stehen oder nicht geeignet sind, das unternehmerische Ziel zu erreichen, oder mit Nachteilen gegenüber dem gewählten Konzept verbunden sind.

#### **1. Erwerb gegen Gegenleistung ausschließlich in Geld**

##### **a) Vollständige Finanzierung über Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht**

Der mit einer Sachkapitalerhöhung verbundene Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre ließe sich vermeiden, wenn die von der Gesellschaft zu leistende Gegenleistung vollständig als Geldleistung erbracht und sämtliche erforderlichen Mittel im Wege einer Barkapitalerhöhung unter Gewährung des Bezugsrechts beschafft würden. Dieser Weg ist aber aus verschiedenen Gründen nicht gangbar.

Eine ausschließlich in Geld bestehende Gegenleistung hätte, was sich auch in den Verhandlungen über den Kaufvertrag niederschlug, für KPN den Nachteil gehabt, dass KPN im Gegenzug zur Hingabe von E-Plus keine indirekte Minderheitsbeteiligung an der TDH AG erhalten hätte und so nicht mittelbar an der zu erwartenden

positiven weiteren Entwicklung von E-Plus und der TDH Gruppe in einem attraktiven geographischen Markt hätte partizipieren können. Faktisch hätte die TDH AG diese künftige Entwicklung im Rahmen der Geldleistung, zumindest teilweise, vorfinanzieren müssen.

Darüber hinaus hätte die gesamte an KPN zu erbringende Gegenleistung im Wege einer Barkapitalerhöhung aufgebracht werden müssen. Für die Aktionäre wäre dieses Vorgehen nur dann vorteilhaft gewesen, wenn sie zur Vermeidung einer quotalen Verwässerung ihr jeweiliges Bezugsrecht ausgeübt hätten. Dies hätte für die Aktionäre einen erheblichen Kapitaleinsatz bedeutet.

Soweit die Aktionäre hierzu nicht bereit gewesen wären, hätte die Barkapitalerhöhung am Kapitalmarkt platziert werden müssen. Dies hätte möglicherweise ein Platzierungsvolumen bedeutet, das im derzeitigen Marktumfeld außergewöhnlich hoch gewesen wäre und das der Markt möglicherweise nur unter erschwerten Bedingungen aufgenommen hätte. Schon jetzt wird die für die Beschaffung der vereinbarten Barkomponente erforderliche Kapitalerhöhung die zweitgrößte Barkapitalerhöhung sein, die eine deutsche Gesellschaft in den letzten fünf Jahren durchgeführt hat.

De facto erbringt die TEF SA in der vereinbarten Transaktionsstruktur einen zusätzlichen Beitrag, indem sie nach Ausgabe der Gegenleistungsaktien einen Teil dieser Aktien von EPM zu einem relativ höheren Kaufpreis (mittelbar oder unmittelbar) erwirbt (siehe oben unter A.III.1.b)). Dieser Beitrag hätte im Falle eines reinen Barkaufs nicht in gleicher Weise umgesetzt werden können.

b) (Partielle) Fremdfinanzierung

Theoretisch hätte auch die Möglichkeit bestanden, den in Aktien an der TDH AG bestehenden Teil der Gegenleistung in Geld zu zahlen und die hierfür erforderlichen Mittel fremdzufinanzieren.

Diese Alternative scheidet allerdings wegen der bereits soeben unter D.I.1 dargelegten Interessenlage von KPN, nach Durchführung der Transaktion mittelbar an der TDH AG beteiligt zu sein, aus.

Im Übrigen wäre eine Fremdmittelaufnahme in der erforderlichen Höhe negativ für die Gesellschaft. Die Kapitalstruktur der Gesellschaft würde nachteilig verändert und eine zukünftige Aufnahme weiterer Fremdmittel zur Finanzierung erforderlicher Investitionen zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit der Gesellschaft stark erschwert. Gerade die Investitionsfähigkeit stellt derzeit jedoch einen wesentlichen Erfolgsfaktor für Unternehmen im Telekommunikationssektor dar. Durch die Aufnahme von Fremdmitteln in signifikantem Umfang hätte die

TDH AG zudem möglicherweise das gegenüber dem Kapitalmarkt kommunizierte Verschuldungsziel überschritten.

## 2. Verschmelzung von E-Plus auf die TDH AG

Eine Verschmelzung der zu erwerbenden Obergesellschaft der Künftigen E-Plus Gruppe auf die TDH AG kommt nicht in Betracht, da diese aus verschiedenen operativen, rechtlichen und steuerlichen Gründen als selbständige Gesellschaft fortbestehen soll. Eine Verschmelzung hätte daher zunächst eine weitere Umstrukturierung erfordert.

In jedem Fall der Verschmelzung hätten allerdings rechtliche Transaktionsrisiken bestanden: Die TDH AG wäre bei einer Verschmelzung die aufnehmende Gesellschaft. Dies hätte zur Folge, dass eine Anfechtung des von der Hauptversammlung der TDH AG zu fassenden Verschmelzungsbeschlusses auch darauf hätte gestützt werden können, dass das Umtauschverhältnis der Anteile zu Lasten der Aktionäre der TDH AG zu niedrig sei, da der Anfechtungsausschluss des § 14 Abs. 2 UmwG in diesem Fall nicht gegriffen hätte.

Ferner wäre zur Umsetzung einer Verschmelzung eine weitaus größere Kapitalerhöhung (unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre) erforderlich gewesen, um den Gesellschaftern der EPM eine dem Wert von E-Plus entsprechende Beteiligung an der Gesellschaft zu gewähren, denn angesichts der Wertverhältnisse (vergleiche unten Kapitel E, insbesondere Abschnitt E.IV) hätte das Verschmelzungsverhältnis bei 46 : 54 liegen müssen. Nach Einschätzung des Vorstands wäre nicht zuletzt die Zustimmung der TEF SA als Mehrheitsaktionärin zu einer solchen Verschiebung der Aktionärsstruktur nur schwer zu erlangen gewesen.

Darüber hinaus hätte nicht die Möglichkeit bestanden, KPN (mittelbar) die neben der Beteiligung an der TDH AG gewünschte Barleistung in Höhe von EUR 3,7 Mrd. zu zahlen, da § 68 Abs. 3 UmwG eine bare Zuzahlung in dieser Höhe nicht zulässt.

Schließlich sprachen wegen der Gefährdung bei der TDH AG bestehenden Verlustvorträge auch steuerliche Gründe gegen diese vermeintliche Gestaltungsoption.

## 3. Ausgliederung von E-Plus auf die TDH AG

Eine Ausgliederung von E-Plus auf die TDH AG kommt ebenfalls nicht in Betracht. Die gegen eine Verschmelzung sprechenden Gründe gelten in diesem Fall entsprechend.

## 4. Erwerb von E-Plus durch eine Beteiligungsgesellschaft der TDH AG

Auch ein Erwerb von E-Plus nicht durch die TDH AG selbst, sondern durch eine Beteiligungsgesellschaft der TDH AG, beispielsweise durch die O<sub>2</sub> OHG, war nicht realisierbar.

- a) Erwerb durch Beteiligungsgesellschaft ausschließlich gegen Geldleistung

Ein solcher Erwerb durch eine Beteiligungsgesellschaft der TDH AG ausschließlich gegen Gegenleistung in Geld wäre wiederum den bereits unter D.I.1.a) und D.I.1.b) beschriebenen Hindernissen begegnet.

- b) Erwerb durch Beteiligungsgesellschaft gegen Geldleistung und Gewährung einer Beteiligung

Hätte KPN neben einer Geldleistung auch eine Minderheitsbeteiligung an der erwerbenden Beteiligungsgesellschaft (z.B. an der O<sub>2</sub> OHG) gewährt werden sollen, hätte dies den Einfluss der TDH AG auf die künftigen Entscheidungen auf operativer Ebene geschwächt, da neben der TDH AG auch KPN (mittelbar) an der O<sub>2</sub> OHG beteiligt gewesen wäre. Noch gewichtiger ist allerdings der Umstand, dass eine (Minderheits-)Beteiligung von KPN an einer Beteiligungsgesellschaft der TDH AG nicht am Kapitalmarkt handelbar gewesen wäre. Nur eine Einbringung von E-Plus in die TDH AG erlaubt die Ausgabe handelbarer Wertpapiere als Bestandteil der Gegenleistung.

## **II. Auswirkungen der Kapitalerhöhung gegen (gemischte) Sacheinlage auf die Aktionärsstruktur**

Die beabsichtigte Kapitalerhöhung gegen (gemischte) Sacheinlage unter Nutzung des vorhandenen sowie des von der außerordentlichen Hauptversammlung zu beschließenden genehmigten Kapitals und die im Kaufvertrag vorgesehenen Weiterveräußerungen der Aktien (dazu A.III.2.b) und A.III.1.b)) führen zu einer Änderung der Aktionärsstruktur. Die mittelbare Beteiligung der TEF SA sinkt von derzeit 76,83 % zunächst auf ca. 62,1 %, um im Falle einer vollständigen Ausübung der Kaufoption (siehe A.III.1.b)) wieder auf ca. 65,0 % zu steigen. Mit EPM (und mittelbar KPN) gewinnt die Gesellschaft einen weiteren Aktionär mit großer Beteiligung, der zunächst mit 20,5 % und im Falle einer vollständigen Ausübung der Kaufoption durch die TEF SA mit 17,6 % an der TDH AG beteiligt ist. Durch die vertraglichen Regelungen ist ausgeschlossen, dass KPN ihre mittelbare Beteiligung weiter ausbaut; im Kaufvertrag wurde vereinbart, dass KPN in den nächsten fünf Jahren weder mittelbar noch unmittelbar weitere Aktien an der TDH AG erwerben darf.

Im Interesse der TDH AG und ihrer Aktionäre sind der Künftigen KPN Gruppe im Kaufvertrag Veräußerungsbeschränkungen im Hinblick auf die Gegenleistungsaktien auferlegt worden: Zunächst gilt eine generelle Veräußerungssperrfrist von 180 Tagen ab dem Vollzugstag. Im Anschluss daran gelten zeitlich unbeschränkte Beschränkungen für den Verkauf von Aktien an der TDH AG, nach denen die Künftige KPN Gruppe über die Börse nur beschränkte Volumina verkaufen darf und eine Veräußerung an

Wettbewerber der Gesellschaft untersagt ist. Übertragungen von Aktien an die Aktionäre von KPN im Rahmen einer Ausschüttung sind bereits nach Ablauf von 45 Tagen ab dem Vollzugstag zulässig.

#### **E. Angemessenheit des Ausgabepreises und Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung**

KPN erhält über ihre mittelbare Tochtergesellschaft EPM als Gegenleistung für die Einbringung der New E-Plus KG Beteiligung die Barkomponente (EUR 3,7 Mrd. vorbehaltlich einer etwaigen Anpassung (siehe unter A.III.1.b)) sowie eine Beteiligung an der TDH AG in Höhe von 24,9 % des Erhöhten Grundkapitals. Zum Zwecke der Ermittlung der Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung hat der Vorstand der TDH AG die PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, beauftragt, als unabhängiger Gutachter die objektivierten Unternehmenswerte von E-Plus und der TDH AG sowie den Wert der aus der Transaktion resultierenden Synergien zu ermitteln und ein Bewertungsgutachten zu erstatten („**Bewertungsgutachten**“). Die gutachterliche Tätigkeit wurde in Übereinstimmung mit dem Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. (IDW) Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung vom 2. April 2008 („**IDW S 1**“) durchgeführt.

Der Vorstand hat das Bewertungsgutachten eingehend geprüft und macht sich die in diesem enthaltenen Aussagen und Ergebnisse insbesondere zu den objektivierten Unternehmenswerten von E-Plus und der TDH AG sowie zum Wert der Synergien und deren Allokation zu E-Plus respektive zur TDH AG, vollumfänglich zu eigen. Das Bewertungsgutachten bildet einen Bestandteil dieses Berichts, ist diesem als **Anlage** beigelegt und ist ab dem Tag der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung auf der Internetseite der TDH AG als Anlage zu diesem Bericht veröffentlicht.

Der Ausgabebetrag für die bei Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2014/I auszugebenden Gegenleistungsaktien soll, wie im Kaufvertrag vereinbart, dem Mindestausgabebetrag von EUR 1,00 pro Aktie entsprechen. Diese Festlegung war in den Verhandlungen über den Kaufvertrag für KPN im Hinblick auf die gesetzliche Differenzhaftung ein wesentlicher Gesichtspunkt. Unbeschadet der Festlegung des Ausgabetrags auf EUR 1,00 pro Aktie ist die Angemessenheit der Gegenleistung (Sacheinlage) nach deren wirtschaftlichem Wert zu beurteilen. Dieser ergibt sich aus den Darlegungen zur Bewertung der TDH AG und von E-Plus. Der Vorstand der TDH AG wird darüber hinaus vor der Ausnutzung des genehmigten Kapitals eine sog. *Fairness Opinion* einholen, die den Anforderungen des IDW Standards S 8 („*Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions*“) zu entsprechen hat. Dies ist ebenfalls im Kaufvertrag vorgesehen und ergänzt die gesetzlich angeordnete Sachkapitalprüfung.

Im Folgenden werden zunächst die Bewertungsmethodik (dazu Ziffer I) und sodann die Ergebnisse der Bewertungen von E-Plus und der TDH AG (dazu Ziffern II und III), jeweils auf *Stand-Alone*-Basis, sowie das Ergebnis der Bewertung der sich aus der Transaktion ergebenden Synergien und deren Zuordnung zur TDH AG respektive zu E-Plus (dazu Ziffer IV) dargestellt.

## **I. Bewertungsmethodik**

Der Unternehmenswert kann im Rahmen von IDW S 1 entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren werden von der Rechtsprechung anerkannt und sind grundsätzlich gleichwertig. Sie führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen. Die Ermittlung der objektivierten Unternehmenswerte von E-Plus und der TDH AG erfolgte nach dem Ertragswertverfahren.

Bei diesem Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.

Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung sind die Planungsrechnungen der jeweils zu bewertenden Unternehmen. Diese werden zunächst anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse plausibilisiert und durch Eliminierung außerordentlicher Effekte normalisiert. An diese Detailplanungsphase (Phase I) schließt sich dann die Phase II an, in der die Unternehmensplanung der Phase I mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben wird. Die prognostizierten Ergebnisse werden danach unter Berücksichtigung der Ertragsteuern der Anteilseigner in die zu erwartenden Nettoausschüttungen der Anteilseigner überführt. Letztere werden dann auf den Bewertungsstichtag – das ist der Tag der außerordentlichen Hauptversammlung (11. Februar 2014) – diskontiert. Der Kapitalisierungszinssatz besteht in der Phase I aus dem aus der Zinsstrukturkurve der Bundesbank für risikofreie Anleihen abgeleiteten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag. Letzterer wurde nach dem Tax-CAPM-Modell abgeleitet und besteht aus dem Produkt aus dem das Marktrisiko des bewerteten Unternehmens reflektierenden Beta-Faktor und einer Marktrisikoprämie. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse in der Phase II zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

## II. E-Plus

Um den Barwert der zukünftigen Überschüsse zu ermitteln, wurden die von der EPM erstellten Planungen der die Jahre 2014 bis 2018 umfassenden Detailplanungsphase (Phase I) anhand der zuvor analysierten Ergebnisse der Jahre 2011 und 2012 sowie der Prognose für 2013 („**Vergangenheitszahlen EPM**“) plausibilisiert. In diesem Zusammenhang wurden die Planung und die Vergangenheitszahlen EPM um außergewöhnliche und nicht wiederkehrende Posten bereinigt (normalisiert). Sodann wurden die geplanten EBITs für die Phase I ermittelt. Für die an die Phase I anschließende Phase II (sog. Ewige Rente) wurden die projektierten Ergebnisse des letzten Jahres der Phase I unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Wachstumsrate sowie einer Re-Investitionsrate (die im Zeitraum der Ewigen Rente der Abschreibung entspricht) fortgeschrieben. Zinserträge und -aufwendungen wurden aufgrund einer gesonderten Finanzplanung ermittelt. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts ist anzunehmen, dass die geplanten Überschüsse entsprechend den Planungen ausgeschüttet werden, sofern keine handelsrechtlichen Ausschüttungssperren bestehen. Im Zinsergebnis der Ewigen Rente wurde das Zinsergebnis an die angenommene Finanzierungsstruktur angepasst. Die prognostizierten EBIT-Werte wurden nach Berücksichtigung der Ertragsteuern der EPM und ihrer Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen der Anteilseigner überführt.

Die künftigen finanziellen Überschüsse waren mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2013) zu diskontieren und sodann auf den Bewertungsstichtag (11. Februar 2014) aufzuzinsen.

Auf der Basis des Ertragswertverfahrens wurde für E-Plus zum Bewertungsstichtag ein objektivierter Unternehmenswert in Höhe von EUR 5,946 Mrd. ermittelt.

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert wurde auf der Basis von Multiplikatoren plausibilisiert. Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung wurde dabei in Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren (sog. *Trading Multiples*) eine Bandbreite des Unternehmenswerts zwischen EUR 3,662 Mrd. und EUR 7,895 Mrd. und in Anwendung von Transaktionsmultiplikatoren (sog. *Transaction Multiples*) eine Bandbreite des Unternehmenswerts zwischen EUR 4,146 Mrd. und EUR 10,421 Mrd. ermittelt. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert liegt innerhalb dieser Bandbreiten.

## III. TDH AG

Um den Barwert der zukünftigen Überschüsse zu ermitteln, wurden die von der TDH AG erstellten Planungen der die Jahre 2014 bis 2018 umfassenden Detailplanungsphase (Phase I) anhand der zuvor analysierten Ergebnisse der Jahre 2011 und

2012 sowie der Prognose für 2013 („**Vergangenheitszahlen TDH AG**“) plausibilisiert. In diesem Zusammenhang wurden die Planung und die Vergangenheitszahlen TDH AG um außergewöhnliche und nicht wiederkehrende Posten bereinigt (normalisiert). Sodann wurden die geplanten EBITs für die Phase I ermittelt. Für die an die Phase I anschließende Phase II (sog. Ewige Rente) wurden die projizierten Ergebnisse des letzten Jahres der Phase I unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Wachstumsrate sowie einer Re-Investitionsrate (die im Zeitraum der Ewigen Rente der Abschreibung entsprechen) fortgeschrieben. Zinserträge und –aufwendungen wurden aufgrund einer gesonderten Finanzplanung ermittelt. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts ist anzunehmen, dass die geplanten Überschüsse entsprechend den Planungen ausgeschüttet werden sofern keine handelsrechtlichen Ausschüttungssperren bestehen. Im Zinsergebnis der Ewigen Rente wurde das Zinsergebnis an die angenommene Finanzierungsstruktur angepasst. Die prognostizierten EBIT-Werte wurden nach Berücksichtigung der Ertragsteuern der TDH AG und ihrer Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen der Anteilseigner überführt.

Die künftigen finanziellen Überschüsse waren mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2013) zu diskontieren und sodann auf den Bewertungsstichtag (11. Februar 2014) aufzuzinsen.

Auf der Basis des Ertragswertverfahrens wurde für TDH AG zum Bewertungsstichtag ein Unternehmenswert in Höhe von EUR 7,059 Mrd. ermittelt.

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert wurde auf der Basis von Multiplikatoren plausibilisiert. Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung wurde dabei in Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren (sog. *Trading Multiples*) eine Bandbreite des Unternehmenswerts zwischen EUR 4,361 Mrd. und EUR 7,756 Mrd. ermittelt. In Anwendung von Transaktionsmultiplikatoren (sog. *Transaction Multiples*) und unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung wurde für die TDH AG eine Bandbreite des Unternehmenswerts zwischen EUR 4,978 Mrd. und EUR 10,254 Mrd. ermittelt. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert liegt innerhalb dieser Bandbreiten.

Zur Plausibilitätsbeurteilung wurde auch die Marktkapitalisierung der TDH AG im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Transaktion (23. April 2013 bis 22. Juli 2013) („**Referenzzeitraum**“) ermittelt. Auf der Basis des volumengewichteten Durchschnittskurses (EUR 5,67) im Referenzzeitraum ergibt sich ein Börsenwert der TDH AG in Höhe von EUR 6,333 Mrd. Unter Zugrundelegung des niedrigsten und des höchsten Börsenkurses im Referenzzeitraum beträgt die Bandbreite der Marktkapitalisierung der Gesellschaft zwischen EUR 5,864 Mrd. und EUR 6,936 Mrd.



#### IV. Synergien

Die Bewertung der Synergien fußt auf der Synergieplanung des Vorstands der TDH AG. Dieser erwartet infolge der Transaktion Synergien in den Bereichen Vertrieb, Kundenservice, Netzinfrastruktur und Operations sowie weiteren Bereichen (vergleiche dazu oben unter B.II). Es wurden ausschließlich Synergien berücksichtigt, die sich bei der Erweiterten TDH Gruppe realisieren lassen. Mögliche Synergiepotenziale, die sich im weiteren Verbund der Gruppe der TEF SA ergeben könnten, wurden aus der Betrachtung ausgeschlossen. Die Synergieplanung wurde plausibilisiert. Bei der Bewertung der geplanten Synergien wurde die Ertragswertmethode angewandt. Bei der Ermittlung des Ertragswerts wurde unterstellt, dass die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme erfolgt ist. Es handelt sich somit um eine Bewertung von echten Synergien. Dabei wurden die aus der künftigen Hebung der Synergien resultierenden zusätzlichen Nettozuflüsse der Anteilseigner auf der Basis der geplanten Ergebnisse nach Steuern zugrunde gelegt. Der bei der Diskontierung verwandte Kapitalisierungszinssatz besteht aus dem gewichteten Durchschnitt der bei der Bewertung der TDH AG und von E-Plus verwendeten Kapitalisierungszinssätze zuzüglich einer zusätzlichen Risikoprämie, um den besonderen Risiken geplanter Synergien Rechnung zu tragen.

So wurde einen Ertragswert der Synergien per 11. Februar 2014 in Höhe von EUR 5,754 Mrd. ermittelt.

Eine eindeutige Zuordnung der einzelnen Synergien zu E-Plus respektive der TDH AG war und ist nicht möglich, da die hierfür erforderlichen Informationen aufgrund wettbewerbsrechtlicher Restriktionen derzeit von E-Plus nicht zugänglich gemacht werden dürfen. Daher musste der Gesamtwert der Synergien pauschaliert auf E-Plus und die TDH AG aufgeteilt werden.

Hierzu wurde das Verhältnis der im Rahmen der Unternehmensbewertung ermittelten *Stand-Alone*-Unternehmenswerte herangezogen. Diese Methode der Zuordnung der Synergien beruht auf der Annahme, dass die geplanten Synergien im Verhältnis der zukünftigen Erträge, die die beiden Geschäfte zum Gesamtunternehmen beitragen werden, realisiert werden können. Die Aufteilung des Ertragswerts der Synergien erfolgt entsprechend dem Verhältnis der auf *Stand-Alone*-Basis nach IDW S 1 ermittelten Unternehmenswerte im Verhältnis 46 : 54; hieraus resultiert ein Unternehmenswert von E-Plus zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 8,577 Mrd. und ein Unternehmenswert der TDH AG zum Bewertungsstichtag in Höhe von EUR 10,182 Mrd., jeweils unter anteiliger Zuordnung der Synergien.

Außerdem wurde der Grenzpreis, den TDH AG für den Erwerb von E-Plus zahlen darf, ermittelt. Hierzu wurde der Ertragswert der Synergien vollständig dem Unternehmens-

wert von E-Plus zugeordnet. Daraus resultiert ein Unternehmenswert von E-Plus aus Sicht der TDH AG in Höhe von EUR 11,700 Mrd.

Die Einbeziehung der echten Synergien bei der Bewertung steht im Einklang mit dem Bewertungsstandard IDW RS HFA 10 für die Beteiligungsbewertung im Rahmen der Bilanzierung. Dieser Standard wird auch bei der Sachkapitalerhöhungsprüfung durch den gerichtlich bestellten Sachkapitalerhöhungsprüfer (§ 183 Abs. 3 AktG) entsprechend angewendet.

## **V. Zusammenfassung**

Der nach IDW S 1 auf *Stand-Alone*-Basis ermittelte objektivierte Unternehmenswert, das heißt ohne Berücksichtigung der vom Vorstand der TDH AG ermittelten und geplanten Synergien, die erst durch die Transaktion erzielt werden können, beträgt für E-Plus EUR 5,946 Mrd. und für die TDH AG EUR 7,059 Mrd. Der Ertragswert der Synergien beträgt EUR 5,754 Mrd. Daraus ergibt sich ein rechnerischer Ertragswert der TDH AG nach Vollzug des Erwerbs von E-Plus in Höhe von EUR 18,759 Mrd.

Die an EPM für die Einbringung von E-Plus zu erbringende Gegenleistung hat einen Wert von EUR 8,371 Mrd. (Barkomponente in Höhe von EUR 3,7 Mrd. zuzüglich EUR 4,671 Mrd.; der letztgenannte Betrag entspricht 24,9 % des Ertragswerts der TDH AG nach dem Vollzug des Erwerbs und stellt damit den Wert der Beteiligung von 24,9 % am Erhöhten Grundkapital dar).

Der Ertragswert von E-Plus einschließlich proportional zugeordneter Synergien beträgt EUR 8,577 Mrd. und liegt daher über dem Wert der von TDH AG zu erbringenden Gegenleistung. Der Grenzpreis für den Erwerb von E-Plus beträgt EUR 11,700 Mrd. und übersteigt daher den Wert der von der TDH AG zu erbringenden Gegenleistung (EUR 8,371 Mrd.) deutlich.

Der Vorstand ist daher nach pflichtgemäßer Prüfung der Überzeugung, dass das Verhältnis zwischen der Leistung von EPM, also dem Wert von E-Plus, und der von der Gesellschaft zu erbringenden Gegenleistung (Barkomponente und Gegenleistungsaktien) angemessen ist.

## **F. Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses**

Der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre im Beschluss über die Ermächtigung des Vorstands zur Erhöhung des Grundkapitals um bis zu EUR 475.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 475.000.000 neuen Stückaktien gegen Sacheinlagen ist verhältnismäßig:

## **I. Keine wirtschaftliche Verwässerung**

Der Wert der Beteiligung der Aktionäre an der TDH AG wird wirtschaftlich nicht verwässert, da das Verhältnis von Leistung und Gegenleistung angemessen ist. Der TDH AG fließt durch die Einbringung von E-Plus ein Wert zu, der den Wert der auszugebenden Gegenleistungsaktien zuzüglich der Barkomponente mindestens erreicht, und damit eine angemessene Gegenleistung darstellt. Der wirtschaftliche Wert der Beteiligung der heutigen Aktionäre wird infolge der geplanten Sachkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital nicht verwässert.

## **II. Überwiegendes Interesse der TDH AG am Erwerb der New E-Plus KG Beteiligung**

Der Bezugsrechtsausschluss im Rahmen der durch das Genehmigte Kapital 2014/I ermöglichten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen führt zwangsläufig zu einer Verwässerung der Beteiligungsquote der Aktionäre der TDH AG. Diese quotale Verwässerung steht jedoch in einem angemessenen Verhältnis zu dem im Gesellschaftsinteresse mit dem Erwerb von E-Plus verfolgten Zweck und ist deshalb gerechtfertigt.

## **G. Zusammenfassung**

Der Bezugsrechtsausschluss ist geeignet und erforderlich, um den verfolgten Zweck zu erreichen, und angemessen, da der Wert der (mittelbar) von KPN zu erbringenden Leistung (E-Plus) mindestens dem Wert der durch die TDH AG zu erbringenden Gegenleistung (Barkomponente und 24,9 % am Erhöhten Grundkapital) entspricht.

Das Interesse der TDH AG am Erwerb von E-Plus rechtfertigt vor diesem Hintergrund die sich durch den Bezugsrechtsausschluss ergebende quotale Verwässerung der Aktionäre.

München, im Dezember 2013

Der Vorstand

gez. René Schuster

gez. Rachel Empey

gez. Markus Haas

## **Liste der Definitionen**

Barkomponente	Seite 18
Bewertungsgutachten	Seite 37
E-Plus	Seite 5
E-Plus GF	Seite 10
EPM	Seite 10
EPS	Seite 13
Erhöhtes Grundkapital	Seite 5
Erweiterte TDH Gruppe	Seite 27
Gegenleistungsaktien	Seite 21
Gesellschaft	Seite 6
IDW S 1	Seite 37
Kaufvertrag	Seite 17
KPN	Seite 10
Künftige E-Plus Gruppe	Seite 17
Künftige KPN Gruppe	Seite 15
New E-Plus KG	Seite 14
New E-Plus KG Beteiligung	Seite 17
O <sub>2</sub> OHG	Seite 7
Referenzzeitraum	Seite 40
Satzung	Seite 6
TDH AG	Seite 6
TDH Gruppe	Seite 7
TEF SA	Seite 6
Transaktion	Seite 5
Umstrukturierung	Seite 13
Ursprüngliche E-Plus Gruppe	Seite 10
Vergangenheitszahlen EPM	Seite 39
Vergangenheitszahlen TDH AG	Seite 40
Vollzugstag	Seite 23

**Anlage: Gutachten der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zum Unternehmenswert der Telefónica Deutschland und der E-Plus zum 11. Februar 2014**

# *Gutachten*

*zum Unternehmenswert der  
Telefónica Deutschland und  
der E-Plus*

17. Dezember 2013

*zum 11. Februar 2014*

"PricewaterhouseCoopers" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited, each of which is a separate and independent legal entity.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist Mitglied der unter PricewaterhouseCoopers International Limited kooperierenden eigenständigen und rechtlich unabhängigen Mitgliedsfirmen des internationalen PricewaterhouseCoopers-Netzwerks.

## ***Inhaltsverzeichnis***

Inhaltsverzeichnis .....	1
Abkürzungsverzeichnis .....	4
A. Auftrag und Auftragsdurchführung .....	9
B. Bewertungsgrundsätze und -methoden .....	12
C. Beschreibung der Transaktion .....	15
D. Markt- und Wettbewerb .....	18
E. E-Plus .....	25
1. Beschreibung des Bewertungsobjekts .....	25
1.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse .....	25
1.2. Beschreibung der Pre-Closing Umstrukturierung .....	28
1.3. Wirtschaftliche Grundlagen .....	32
1.3.1. Geschäftstätigkeit von E-Plus .....	32
1.3.2. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage .....	33
2. Ermittlung des Unternehmenswerts von E-Plus .....	40
2.1. Bewertungsbasis .....	40
2.1.1. Vorgehensweise und grundlegende Prämissen .....	40
2.1.2. Planungsprozess .....	42
2.1.3. Planungstreue .....	43
2.2. Erwartete Nettoausschüttungen des operativen Geschäfts .....	45
2.2.1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) .....	45
2.2.2. Nettoausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern .....	49
2.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes .....	51
2.3.1. Basiszinssatz .....	51
2.3.2. Risikozuschlag .....	52
2.3.3. Wachstumsabschlag .....	57
2.3.4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes .....	57
2.4. Ertragswert des operativen Geschäfts .....	58
2.5. Liquidationswert .....	60
2.6. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren .....	61
2.6.1. Grundsätzliche Vorgehensweise .....	61
2.6.2. Bewertung des Unternehmens auf Basis von Multiplikatoren .....	62



<b>F. TDH AG.....</b>	<b>67</b>
1. Beschreibung des Bewertungsobjekts.....	67
1.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse .....	67
1.2. Wirtschaftliche Grundlagen.....	70
1.2.1. Geschäftstätigkeit der TDH AG .....	70
1.2.2. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.....	72
2. Ermittlung des Unternehmenswerts der TDH AG .....	79
2.1. Bewertungsbasis.....	79
2.1.1. Vorgehensweise und grundlegende Prämissen .....	79
2.1.2. Planungsprozess.....	81
2.1.3. Planungstreue .....	82
2.2. Erwartete Nettoausschüttungen des operativen Geschäfts .....	83
2.2.1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) .....	83
2.2.2. Nettoausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern .....	87
2.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes.....	90
2.3.1. Basiszinssatz.....	90
2.3.2. Risikozuschlag.....	91
2.3.3. Wachstumsabschlag.....	95
2.3.4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes.....	95
2.4. Ertragswert des operativen Geschäfts .....	97
2.5. Liquidationswert .....	99
2.6. Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren.....	100
2.6.1. Grundsätzliche Vorgehensweise .....	100
2.6.2. Bewertung mit Multiplikatoren auf Basis von Kapitalmarktdaten.....	101
2.7. Weitere Überlegungen zum Unternehmenswert - Börsenkurs.....	105
<b>G. Synergien .....</b>	<b>109</b>
1. Beschreibung der Synergien.....	109
2. Bewertung der Synergien .....	112
3. Allokation der Synergien.....	115
4. Szenarioanalyse .....	117
<b>H. Zusammenfassung der Ergebnisse.....</b>	<b>118</b>
<b>Appendix .....</b>	<b>120</b>
1. Allgemeine Auftragsbedingungen.....	120
2. Liste der erhaltenen Dokumente (nicht abschließend) .....	122
2.1. Dokumente von E-Plus .....	122

---

2.2. Dokumente der TDH AG.....	123
--------------------------------	-----

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen  
Rundungsdifferenzen in Höhe von  $\pm$  einer Einheit (Mio. EUR, % usw.) auftreten

## **Abkürzungsverzeichnis**

A/S	Aktieselskab (Aktiengesellschaft)
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ARPU	Average Revenue Per User (durchschnittlicher Erlös pro Kunde)
ASA	Allmennaksjeselskap (Aktiengesellschaft)
B.V.	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
B2B	Business-to-Business
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BIP	Bruttoninlandsprodukt
BNetzA	Bundesnetzagentur
Bundesbank	Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes
bzw.	Beziehungsweise
ca.	Circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Capex	Investitionskosten
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFO	Chief Financial Officer
CapitalIQ	Capital IQ, A Standard and Poor's Business, New York, New York/USA
d.h.	das heißt
DCF	Discounted Cash Flow
DSL	Digital Subscriber Line
E-Plus/New E-Plus KG	KPNs deutsches Mobilfunkgeschäft, welches in die E-Plus Transition GmbH & Co. KG eingebracht wird, eine neu gegründete Kommanditgesellschaft mit Sitz in Düsseldorf.
E-Plus 3G GmbH	E-Plus 3G GmbH, Düsseldorf
E-Plus 3G Sarl	E-Plus 3G Luxemburg S.à.r.l., Luxemburg
E-Plus Gesh	E-Plus Mobilfunk Geschäftsführungs GmbH, Düsseldorf
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern

---

EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern und Abschreibungen
EBT	Ergebnis vor Ertragsteuern
EIU	Economist Intelligence Unit
EPM	E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG, Düsseldorf
EPS	E-Plus Service GmbH & Co KG, Potsdam
Est.	Einkommensteuer
EstG	Einkommensteuergesetz
exkl.	Exklusive
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EV	Enterprise value/Gesamtunternehmenswert
EV/EBIT	Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern und Zinsen
EV/EBITDA	Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen
EV/Umsatz	Gesamtunternehmenswert zu Umsatz
FCF	Free Cash Flow
ff.	Fortfolgende
FTTX	Fiber to the x (Glasfasernetzanschluss)
GEMO	German Entertainment and Media Outlook: 2013-2017
GHz	Gigahertz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GSM	Global System for Mobile Communications (Mobilfunkstandard)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRA	Handelsregister Abteilung A
HRB	Handelsregister Abteilung B
HSPA+	High Speed Package Access + (Mobilfunkstandard)
i.d.F.	in der Fassung
i.S.d.	im Sinne der/des
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standard
ICT	Information and Communications Technology
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V., Düsseldorf

---

IDW S1	IDW S1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen", vom 2. April 2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMT	International Mobile Telecommunications (Mobilfunkstandard)
Inc.	Incorporated (Kapitalgesellschaft)
inkl.	Inklusive
insg.	Insgesamt
IP	Internet Protocol
IPO	Initial Public Offering (Börsengang)
ISIN	International Securities Information Number (Internationale Wertpapierkennnummer)
IPTV	Internet Protocol TV
ISP	Independent Service Provider
IT	Informationstechnologie
KG	Kommanditgesellschaft
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPN	Koninklijke KPN N.V., Den Haag/Niederlande
Ltd.	Limited (Kapitalgesellschaft)
LTE	Long Term Evolution (Mobilfunkstandard)
LuL	Lieferungen und Leistungen
MHz	Megahertz
Mio.	Millionen
MMS	Multimedia Messaging Service
MNO	Mobile Network Operator (Mobilfunkbetreiber)
Mrd.	Milliarde
MTR	Mobile Termination Rates (Terminierungsentgelt)
MSCI	Morgan Stanley Capital International, New York, New York/USA
MVNO	Mobile Virtual Network Operator (Mobilfunk-Discounter)
Multiconnect	Multiconnect GmbH, Düsseldorf
n.a.	not available
N.V.	Naamloze vennootschap (Aktiengesellschaft)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OI	Betriebsergebnis
OIBDA	Betriebsergebnis vor Abschreibungen
OPEX	Betriebskosten
OTT	Over the top

---

Oyj	Osakeyhtiö (Gesellschaft mit Beschränkter Haftung)
p.a.	per annum
ppa.	per prokura
para.	Paragraph
PLC	Public limited company (Aktiengesellschaft)
PwC	PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt
Q	Quartal
rd.	Rund
S.A.	Société Anonyme (Aktiengesellschaft)
S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée (Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais (Holding-Gesellschaft)
SIM	Subscriber Identity Module
SME	Kleine und Mittlere Unternehmen
SMS	Short Message Service
sog.	so genannte
SoHo	Small office/Home office
SoliZ	Solidaritätszuschlag
SPA	Share purchase agreement (Vereinbarung über den Aktienerwerb zwischen KPN, TEF und TDH AG vom 23. Juli 2013; Erste Änderungsvereinbarung zur Vereinbarung über den Aktienerwerb vom 26. August 2013 und die Berichtigung der Vereinbarung über den Aktienerwerb vom 28. August 2013 sowie die zweite Änderungsvereinbarung über den Aktienerwerb vom 5. Dezember 2013)
TAL	Teilnehmeranschlussleitung
TDH AG	Telefónica Deutschland Holding AG, München
TEF	Telefónica S.A., Madrid/Spanien
TEF OHG	Telefónica Germany GmbH & Co. OHG, München
Telekom Wettbewerber	Alternative Netzwerkanbieter
Trustee GmbH	E-Plus Services Treuhand GmbH, Düsseldorf
u.a.	unter anderem
usw.	und so weiter
ULL	Unbundled Local Loop
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System (Mobilfunkstandard)
VATM	Verband der Anbieter von Telekommunikations- und

	<b>Mehrwertdiensten</b>
VDSL	Very High Speed Digital Subscriber Line
vgl.	vergleiche
vs.	versus
WKN	Wertpapierkennnummer
WLAN	Wireless Local Area Network
WpÜG-AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Angebotsverordnung
YTD	Year To Date
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich
2G	Siehe GSM
3G	Siehe UMTS
4G	Siehe LTE

# A. Auftrag und Auftragsdurchführung

1. Der Vorstand der Telefónica Deutschland Holding AG, München ("TDH AG") hat uns, die PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt ("PwC"), mit Schreiben vom 14. Oktober 2013 beauftragt, ein Gutachten zu den objektivierten Unternehmenswerten des deutschen Mobilfunkgeschäfts der Koninklijke KPN N.V., Den Haag ("KPN"), der TDH AG und dem Wert der aus der im Folgenden beschriebenen Transaktion resultierenden Synergien zu erstellen.
2. Am 23. Juli 2013 haben die TDH AG, Telefónica S.A., Madrid ("TEF") und KPN eine Vereinbarung über den Verkauf des deutschen Mobilfunkgeschäfts der KPN an die TDH AG unterzeichnet. Das deutsche Mobilfunkgeschäft der KPN besteht derzeit aus der E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG, Düsseldorf ("EPM") und ihren mittelbaren und unmittelbaren Beteiligungsgesellschaften. KPN hat sich verpflichtet, die ursprüngliche E-Plus Gruppe vor dem Vollzug der Transaktion umzustrukturieren. Dadurch wird die EPM unter anderem alle ihre Vermögenswerte, Verbindlichkeiten und Vertragsverhältnisse in die E-Plus Transition GmbH & Co. KG, Düsseldorf (zusammen mit ihren mittelbaren und unmittelbaren Beteiligungsgesellschaften im Folgenden als "E-Plus" oder „New E-Plus KG“ definiert) mit Ausnahme aller Gesellschafterdarlehen sowie aller bestehenden Steuerverbindlichkeiten einbringen. Es ist beabsichtigt, dass ferner die EPM ihre gesamte Kommanditbeteiligung an der New E-Plus KG in die TDH AG als Sacheinlage einbringt. Gleichzeitig wird die Telefónica Germany Management GmbH, München, die eine unmittelbare hundertprozentige Tochtergesellschaft der TDH AG ist, die Komplementärstellung in der New E-Plus KG übernehmen.
3. Bewertungsanlass ist die geplante Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit dem Erwerb der E-Plus. In diesem Zusammenhang möchte der Vorstand der TDH AG Unternehmenswerte der TDH AG und der E-Plus durch einen neutralen Gutachter ermitteln lassen. Darüber hinaus soll der Wert der Synergieeffekte aus dem Unternehmenserwerb bestimmt werden. Das Gutachten soll die Grundlage für den Bericht des Vorstands der TDH AG sein, der im Zusammenhang mit der Schaffung neuen genehmigten Kapitals erstellt wird. Die Kapitalerhöhung soll durch Ausgabe neuer Aktien gegen Sacheinlage in Form der gemischten Sacheinlage im Rahmen der E-Plus Akquisition unter Ausschluss des Bezugsrechts der bisherigen Aktionäre erfolgen.
4. Der Bewertungsstichtag ist der 11. Februar 2014, das Datum der außerordentlichen Hauptversammlung der TDH AG.
5. Wir führten unsere Arbeiten im Zeitraum vom 28. Oktober bis zum 17. Dezember 2013 u.a. in den Geschäftsräumen der TDH AG und E-Plus sowie in unseren Büros in München und Düsseldorf durch. Hierfür standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:
  - Geprüfte Jahresabschlüsse der TDH AG für die Geschäftsjahre 2010, 2011 und 2012 sowie prognostizierte Jahresendwerte für das Geschäftsjahr 2013,



- 
- geprüfte Jahresabschlüsse der EPM für die Geschäftsjahre 2010, 2011 und 2012 sowie prognostizierte Jahresendwerte für das Geschäftsjahr 2013,
  - die Planungsrechnung der TDH AG für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018,
  - die Planungsrechnung der EPM für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018,
  - die durch die TDH AG erstellte Synergieplanung für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018,
  - der Kaufvertrag (Share Purchase Agreement) zwischen KPN, TEF und TDH AG vom 23. Juli 2013; die erste Änderungsvereinbarung zum Kaufvertrag vom 26. August 2013 und das Korrigendum des Kaufvertrags vom 28. August 2013 sowie die zweite Änderungsvereinbarung zum Kaufvertrag vom 5. Dezember 2013 (zusammen im Folgenden definiert als „SPA“ oder „Kaufvertrag“),
  - (Entwurf) des Berichts des Vorstands der TDH gemäß § 203 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 4 AktG in der Fassung vom 11. Dezember 2013,
  - sonstige von E-Plus und TDH AG zur Verfügung gestellte Unterlagen und Informationen, die für die Bewertung relevant sind (eine nicht abschließende Liste der Dokumente befindet sich in Anhang 2).
6. Weitere Auskünfte wurden uns von der Geschäftsführung der TDH AG sowie der KPN/E-Plus und den uns jeweils von ihnen benannten Auskunftspersonen gegeben. Die Geschäftsführungen der TDH AG und der KPN/E-Plus haben uns gegenüber schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstattung des Gutachtens von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.
  7. Da eine Freigabe des geplanten Erwerbs von E-Plus durch die Kartellbehörden zum Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens noch nicht erfolgt war, ist die Darstellungstiefe in diesem Bericht insbesondere bei der Erläuterung der Unternehmensplanungen aufgrund der wettbewerbsrechtlichen Relevanz bestimmter Details eingeschränkt.
  8. Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Überprüfung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen. Diese gehörten nicht zu unserem Auftrag.
  9. Die in der Stellungnahme IDW S 1 i.d.F. 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer niedergelegten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen haben wir beachtet. Im Sinne dieser Stellungnahme haben wir den objektivierten Unternehmenswert der TDH AG und der E-Plus als neutraler Gutachter ermittelt.
  10. TDH AG erwartet erhebliche Synergieeffekte aus der Akquisition von E-Plus (sogenannte „echte Synergien“), insbesondere in den Bereichen Vertrieb, Kundenservice und Netzwerkinfrastruktur. Im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte nach den Grundsätzen des IDW S1 i.d.F. 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer sind solche echten Synergieeffekte nicht zu berücksichtigen.
  11. Wir haben die geplanten Synergieeffekte auf Basis der uns von der TDH AG bereitgestellten Unterlagen sowie anhand von Marktanalysen und Gesprächen mit Verantwortlichen der TDH AG

plausibilisiert. Anschließend haben wir die Synergien bewertet und auf die objektivierten Unternehmenswerte der TDH AG und der E-Plus verteilt. Durch Berücksichtigung der sich erst mit der Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme ergebenden Synergieeffekte haben wir einen subjektiven Entscheidungswert auf Basis der Grundsätze des IDW S1 i.d.F. 2008 ermittelt. Bei einer Maximalbetrachtung gibt der subjektive Entscheidungswert den Betrag an, den die TDH AG höchstens anlegen darf (Preisobergrenze) ohne ihre ökonomische Situation durch die Transaktion zu verschlechtern. Für den vorliegenden Bewertungsanlass halten wir diese Vorgehensweise für angemessen, da es für die TDH AG darauf ankommt, welchen Nutzen sie aus der Einbringung der E-Plus ziehen kann. Dabei sind auch echte Synergien zu berücksichtigen.

12. Das Gutachten wird ausschließlich für die interne Verwendung durch den Auftraggeber sowie zum Zwecke der Verwendung im Rahmen der Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals, das zur Ausgabe neuer Aktien gegen Sacheinlage in Form einer gemischten Sacheinlage ermächtigt, erstellt. Die interne Verwendung umfasst (neben Informationszwecken für den Vorstand der TDH AG) die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der (außer-) ordentlichen Hauptversammlung der TDH AG und die Verwendung im Zusammenhang mit sich anschließenden Gerichtsverfahren sowie die im Rahmen der Sachkapitalerhöhungsprüfung erforderliche Einsichtnahme durch den/die Prüfer gemäß § 183 Abs. 3 i.V.m. § 33 Abs. 3-5 AktG, vorausgesetzt unser Gutachten wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Darüber hinaus dient unser Bewertungsgutachten als Grundlage für den Bericht des Vorstands der TDH AG gemäß § 203 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 4 AktG, der sich auf unser Bewertungsgutachten beziehen darf. Das Gutachten ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als den oben genannten Zweck bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Einwilligung darf dieses Gutachten außerhalb der vorstehenden Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen untersagt werden.
13. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen in der Fassung vom 1. Januar 2002 maßgebend.

## ***B. Bewertungsgrundsätze und -methoden***

14. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den dieses auf Grund seiner im 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.
15. Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswert- oder dem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Finanzierungsannahmen und damit identischen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) fußen. Im vorliegenden Falle erfolgte eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren.
16. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln übertragen werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.
17. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem dokumentierten und hinreichend konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. auf Grund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.
18. Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten ist unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen grundsätzlich von der Ausschüttung der finanziellen Überschüsse auszugehen, die auf Grund eines zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts zur Verfügung stehen. Bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner sind Thesaurierungen sowie deren Verwendung zu berücksichtigen.
19. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebende Zahlenreihe an einer Entscheidungsalternative zu messen.

20. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zu Grunde gelegt. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
21. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zu Grunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.
22. Da eine überschlägige Ermittlung in dem vorliegenden Fall ausreichend ist, um die Annahme zu rechtfertigen, dass die ermittelten objektivierte Unternehmenswerte von E-Plus und der TDH AG den Liquidationswert übersteigen, wurde der exakte Liquidationswert nicht berechnet.
23. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbständiger Aussagewert zu.
24. Die vorstehend beschriebenen Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und werden in der Rechtsprechung anerkannt.
25. Grundsätzlich sieht das IDW für Zwecke der Unternehmensbewertung den Standard IDW S 1 vor, der häufig die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts aus der Sicht eines neutralen Gutachters zum Gegenstand hat. Dabei soll ein von individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängiger Wert des Unternehmens ermittelt werden, weshalb die Sicht eines typisierten Anteilseigners berücksichtigt wird. Ergänzend hierzu regelt IDW RS HFA 10, dass die handelsrechtliche Beteiligungsbewertung ausschließlich aus Sicht der die Beteiligung bilanzierenden Gesellschaft zu erfolgen hat. Im Hinblick auf das Kapitalaufbringungsrecht kommt es - analog zur Sichtweise des IDW RS HFA 10 - ausschließlich auf den Wert des eingebrachten Unternehmens für die aufnehmende Kapitalgesellschaft und dabei nur darauf an, welchen Nutzen die aufnehmende Kapitalgesellschaft aus dem Unternehmen ziehen kann. Daher sind alle Planungen des Inferenten für das eingebrachte Unternehmen unerheblich, solange dieser künftig keinen Einfluss mehr auf die Geschäftsführung hat. Mithin folgt der Unternehmenswert im Sinne des Kapitalaufbringungsrechts den gleichen inhaltlichen Grundsätzen wie der Unternehmenswert aus Sicht der bilanzierenden bzw. aufnehmenden Gesellschaft im Sinne des IDW RS HFA 10 – in beiden Fällen stehen die Ermittlung des Schuldendeckungspotenzials und das Gläubigerschutzprinzip aus der konkreten Sicht der aufnehmenden Gesellschaft im Vordergrund. Zu beachten ist, dass IDW RS HFA 10 nicht eine vollständig von IDW S 1 losgelöste subjektive Betrachtungsweise zulässt. Vielmehr soll der Rahmen der für eine objektivierte Unternehmensbewertung geltenden Grundsätze Anwendung finden. Lediglich im Hinblick auf die Bewertung von Synergieeffekten ist abweichend von IDW S 1 statt der Perspektive des typisierten Investors diejenige des konkreten Anteilseigners zu berücksichtigen. Dieser Betrachtungsweise sind wir im Rahmen der folgenden Bewertung gefolgt.
26. Der IDW S 1 i.d.F. 2008 unterscheidet grundsätzlich zwischen echten und unechten Synergien. Die unechten Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem

Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen realisieren lassen. Echte Synergien ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme.

27. Bei der Ermittlung eines von individuellen Wertvorstellungen der betroffenen Parteien unabhängigen Wertes – dem objektivierten Unternehmenswert – sind nur unechte Synergien zu berücksichtigen. Für die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte potenzieller Käufer ist es aber unerheblich, ob zu erwartende Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden erforderlichen Maßnahmen realisiert werden können. In dem subjektiven Entscheidungswert eines Kaufinteressenten sind sowohl unechte als auch echte Synergieeffekte zu berücksichtigen. Im Folgenden haben wir zuerst die objektivierten Unternehmenswerte von E-Plus und der TDH AG auf einer stand-alone Basis gemäß den Grundsätzen des IDW S1 i.d.F. 2008 ermittelt. Anschließend haben wir den Wert der sich aus der Transaktion ergebenden echten Synergien bestimmt und diese auf die beiden Unternehmen verteilt. Folglich haben wir ebenfalls echte Synergien betrachtet, welche gemäß IDW S1 i.d.F. 2008 berücksichtigt werden müssen, wenn ein subjektiver Entscheidungswert ermittelt wird. Diese Betrachtungsweise halten wir für sachgerecht, da es für den vorliegenden Bewertungsanlass darauf ankommt, welchen Nutzen die TDH AG aus der Einbringung der E-Plus ziehen kann. Hierbei sind auch echte Synergieeffekte zu berücksichtigen.

## *C. Beschreibung der Transaktion*

28. Am 23. Juli 2013 haben die TDH AG, TEF und KPN eine Vereinbarung über den Verkauf von E-Plus an die TDH AG unterzeichnet (der Kaufvertrag, einschließlich seiner Änderungen wurde bereits als "SPA" definiert). Diese Vereinbarung wurde anschließend am 26. August 2013, am 28. August 2013 sowie am 5. Dezember 2013 abgeändert.
29. Am Tag der Unterzeichnung des SPA hielt KPN über mittelbare hundertprozentige Tochtergesellschaften 100% des Festkapitals an der EPM. Die Gesellschafterinnen der EPM sind die E-Plus Mobilfunk Geschäftsführungs GmbH, Düsseldorf („E-Plus Gesh“), als einzige Komplementärin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von 22,5% und die KPN Mobile Germany III B.V., Den Haag, Niederlande, als einzige Kommanditistin mit einem Festkapitalanteil in Höhe von 77,5%.
30. KPN hat sich in dem der Transaktion zugrundeliegenden SPA verpflichtet, eine Pre-Closing Umstrukturierung durchzuführen (siehe auch E 1.2 "Beschreibung der Pre-Closing Umstrukturierung"). Nach Abschluss der Umstrukturierung wird E-Plus Gesh einzige Komplementärin der E-Plus Transition GmbH & Co.KG ohne Anteile am Festkapital sein und EPM als einziger Kommanditist das gesamte Festkapital der E-Plus Transition GmbH & Co. KG halten. Anschließend erwirbt die TDH AG den gesamten Kommanditanteil der E-Plus Transition GmbH & Co. KG von der EPM. Gleichzeitig wird die Telefónica Germany Management GmbH die Komplementärstellung in der E-Plus Transition GmbH & Co. KG übernehmen, während die E-Plus Gesh ohne Gegenleistung aus der E-Plus Transition GmbH & Co. KG ausscheiden wird (im Folgenden auch die „Transaktion“).
31. Im Zuge dieser Transaktion wird die erweiterte TDH AG zu einem führenden Telekommunikationsunternehmen in Deutschland mit insgesamt 42,7 Mio. Mobilfunkkunden (23,4 Mio. E-Plus Kunden und 19,3 Mio. TDH AG Kunden; Stand Ende des Geschäftsjahres 2012) und einem Gesamtumsatz von EUR 8,4 Mrd. (2012 erwirtschaftete E-Plus EUR 3,2 Mrd. und die TDH AG EUR 5,2 Mrd. Umsatz; ohne Berücksichtigung von Konsolidierungseffekten zwischen E-Plus und TDH AG infolge der Transaktion).
32. Die Transaktion verläuft in zwei Schritten. Im ersten Schritt erwirbt die TDH AG den einzigen Kommanditanteil an der E-Plus Transition GmbH & Co.KG von der EPM gegen eine Geldleistung in Höhe von EUR 3,7 Mrd., wobei dieser Betrag einer Anpassung u.a. im Hinblick auf Veränderungen der Nettofinanzverbindlichkeiten, des Umlaufvermögens (Working Capital) zum 31. Dezember 2013 sowie auf bestimmte Auszahlungen aus dem Vermögen der ursprünglichen E-Plus Gruppe zwischen dem 31. Dezember 2013 und der Einbringung unterliegt („Barkomponente“), und neu geschaffene Aktien an der TDH AG, die einem 24,9 %igen Anteil am erhöhten Grundkapital entsprechen. Es ist beabsichtigt, die Finanzierung und Durchführung des Erwerbs der E-Plus Transition GmbH & Co.KG durch eine Barkapitalerhöhung um bis zu EUR 3,7 Mrd. unter Gewährung des Bezugsrechts und einer Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapitals gegen Sacheinlagen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre zu ermöglichen. TEF hat sich verpflichtet, für die vollständige Zeichnung der Barkapitalerhöhung Sorge zu tragen, sei es durch eine direkte Zeichnung durch TEF oder indem sie Dritte veranlasst, Aktien zu zeichnen. In diesem Zusammenhang hat die TDH AG von den

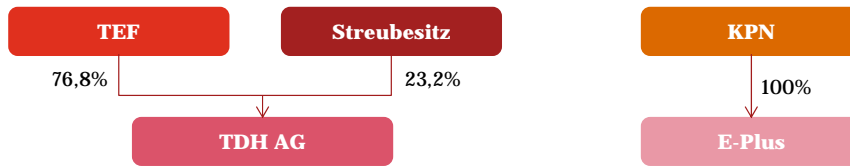
---

beteiligten Banken eine Zusage zur Zeichnung einer bestimmten Menge neuer Aktien zu Marktkonditionen erhalten.

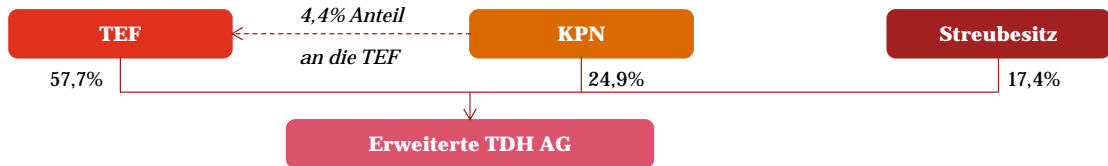
33. Im zweiten Schritt erwirbt TEF, entweder direkt oder durch eine Tochtergesellschaft, einen Teil der von der indirekten Tochtergesellschaften EPM im Zuge der Sachkapitalerhöhung erworbenen Beteiligung an der TDH AG, der 4,4 % des erhöhten Grundkapitals entspricht, gegen Zahlung eines Kaufpreises von EUR 1,3 Mrd. Vorausgesetzt TEF übt alle ihr zustehenden Bezugsrechte im Rahmen der Barkapitalerhöhung aus, halten TEF und KPN nach Durchführung der Transaktion indirekt 62,1% und 20,5% am erhöhten Grundkapital der TDH AG. Der verbleibende Anteil befindet sich dann weiterhin in Streubesitz.
34. Darüber hinaus wurde im Kaufvertrag eine Call-Option vereinbart, die TEF die Möglichkeit gibt, ein Jahr nach Abschluss der Transaktion direkt oder durch eine mittelbare oder unmittelbare Beteiligung, einen weiteren Anteil von bis zu 2,9% am erhöhten Grundkapital der TDH AG von der indirekten KPN Tochtergesellschaft EPM für einen Preis von bis zu EUR 510 Mio. zu erwerben. Die Call-Option kann für die gesamten 2,9% oder aber auch nur für einen Teil der 2,9% ausgeübt werden, wobei dieser Teil 0,5% nicht unterschreiten darf. Sollte die Call-Option für einen geringeren Anteil als die 2,9% ausgeübt werden, ergibt sich der Preis pro rata. Im Falle, dass TEF die Call-Option direkt oder indirekt durch eine seiner Tochtergesellschaften für den gesamten Anteil der 2,9% an der TDH AG in Anspruch nimmt, verringert sich der (indirekte) Anteilsbesitz von KPN auf 17,6% der Anteile an der TDH AG und TEF erhöht seinen (indirekten) Anteilsbesitz auf 65,0% der Anteile an der TDH AG.
35. Nach Abschluss der Transaktion und unter der Annahme, dass TEF alle ihr zustehenden Bezugsrechte im Rahmen der Barkapitalerhöhung ausübt, ergibt sich die folgende Aktionärsstruktur:

## Transaktionsstruktur

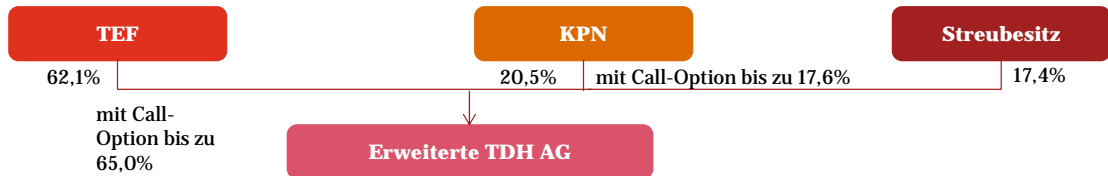
### Vorherige Aktionärsstruktur



### Übergängige Aktionärsstruktur



### Finale Aktionärsstruktur



Quelle: TDH AG Management

36. E-Plus wird zu einer 100%-igen Tochter der TDH AG, wobei KPN indirekt 20,5% und TEF indirekt 62,1% der Anteile an der erweiterten TDH AG halten. Der verbleibende Anteil an der TDH AG befindet sich im Streubesitz.
37. Sollte TEF die Call-Option für die gesamten 2,9% der Anteile an der TDH AG ausüben, verringert sich der verbleibende (indirekte) Anteil von KPN an der TDH AG auf 17,6% (20,5% minus 2,9%) und der (indirekte) Anteil von TEF an der TDH AG erhöht sich auf 65,0% (62,1% plus 2,9%).
38. Die Umsetzung der Transaktion erfordert bestimmte Beschlussfassungen der Hauptversammlung der TDH AG. Die Hauptversammlung der KPN hat die Transaktion bereits am 2. Oktober 2013 genehmigt. Außerdem steht die Transaktion unter dem Vorbehalt der Zustimmung der zuständigen Behörden sowie weiterer üblicher Closing-Bedingungen. Es ist geplant, die Transaktion bis Mitte 2014 abzuschließen.

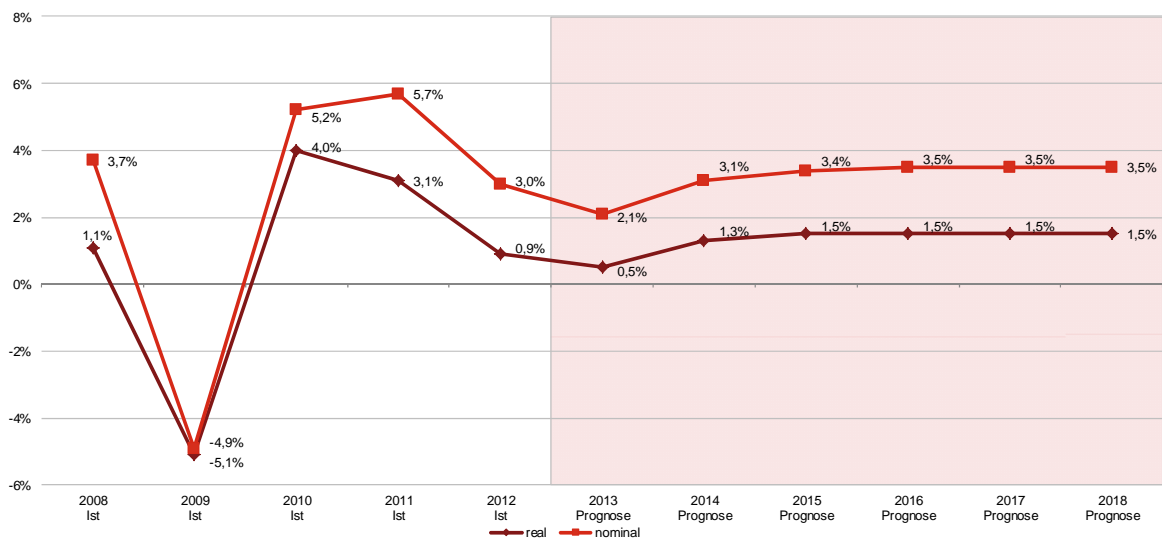


## D. Markt- und Wettbewerb

### Gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland

39. Deutschland ist die größte Volkswirtschaft in Europa und hat sich während der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise als robust erwiesen. Das Bruttoinlandsprodukt stieg kontinuierlich. Das Wachstum des realen BIPs hat sich im Jahr 2012 auf 0,9% verringert, lag aber damit über dem EU-Durchschnitt von minus 0,4%.
40. Für die kommenden Jahre gehen aktuelle Konjunkturprognosen der Economist Intelligence Unit ("EIU") für Deutschland von einem anhaltenden nominalen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von knapp über drei Prozent pro Jahr aus. Auch der Internationale Währungsfonds, die Deutsche Bundesbank sowie weitere namhafte Wirtschaftsforschungsinstitute und internationale Institutionen und Organisationen, sagen einen Anstieg der Wirtschaftsleistung für die kommenden Jahre voraus, jedoch mit nachlassender Dynamik im Vergleich zu den Vorjahren. Zudem bleibt die andauernde Staatsschuldenkrise in Europa ein Risiko für die wirtschaftliche Entwicklung und könnte sich negativ auf den privaten Konsum auswirken.

### Wirtschaftswachstum in Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt, Eurostat, PwC

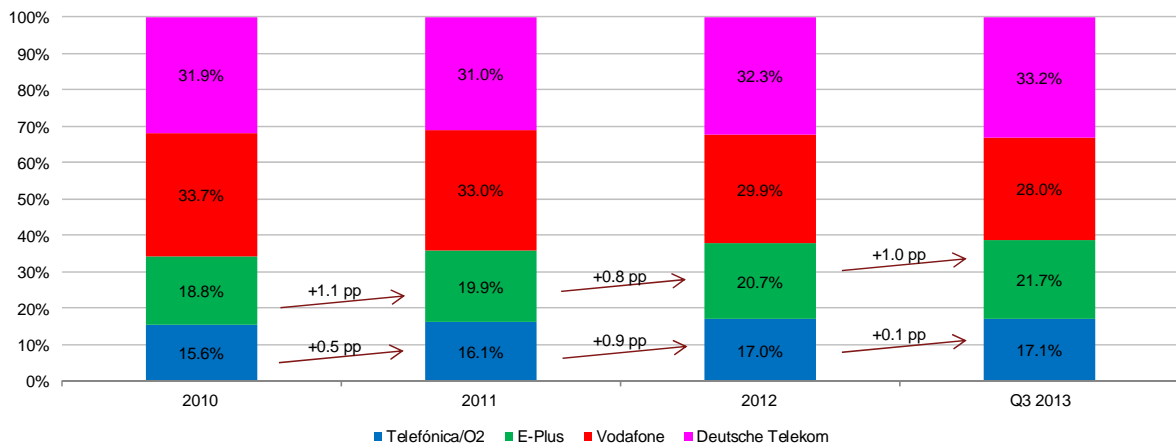
### Der deutsche Mobilfunkmarkt

41. Neben der positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, ist der deutsche Telekommunikationsmarkt hauptsächlich von marktspezifischen Einflüssen geprägt. Die Nachfrage nach mobilen Datendiensten und höherem Datenvolumen ist der größte Wachstumstreiber im deutschen Telekommunikationsmarkt. Diese Entwicklung wird insbesondere durch die steigende Nachfrage nach Smartphones und anderen mobilen Endgeräten (z.B. Tablets) sowie durch die voranschreitende Verbreitung von HSPA+ und LTE basierten Telekommunikationsnetzen. Hinzu kommt eine zunehmende Nachfrage nach Bündelprodukten, d.h. kombinierte Festnetz- und Mobilfunkprodukte desselben Anbieters. Darüber hinaus wird die Marktentwicklung durch das

regulatorische Umfeld bestimmt, welches durch die deutschen und europäischen Regulierungsbehörden festgelegt wird. Insbesondere kontrollieren die Regulierungsbehörden den Netzwerkzugang/Zusammenschaltungen und sind für die Prüfung und Genehmigung von Entgelten, wie der Mobilfunkterminierungs- und der Endkundenentgelte für Roaming-Dienste, zuständig. Die Regulierungsbehörden vergeben außerdem die Frequenznutzungsrechte.

42. Der deutsche Mobilfunkmarkt ist mit den vier Mobilfunknetzbetreibern Deutsche Telekom, E-Plus, Telefónica/O2 und Vodafone ("MNOs"), sowie zahlreichen Service Providern und Mobilfunk-Discountern ("MVNOs") als auch Resellern mit eigener Marke, sehr wettbewerbsintensiv. E-Plus ist der einzige Mobilfunknetzbetreiber ohne gleichzeitigen Zugang zu einem eigenen Festnetz, während Telefónica/O2, Deutsche Telekom und Vodafone integrierte Netzbetreiber sind, die sowohl Mobilfunk- als auch Festnetzdienste anbieten. Die Deutsche Telekom und Vodafone sind nach Mobilfunkkunden und Umsatz die beiden führenden Telekommunikationsunternehmen in Deutschland.

### Marktanteile nach Mobilfunkkunden (nur MNOs)



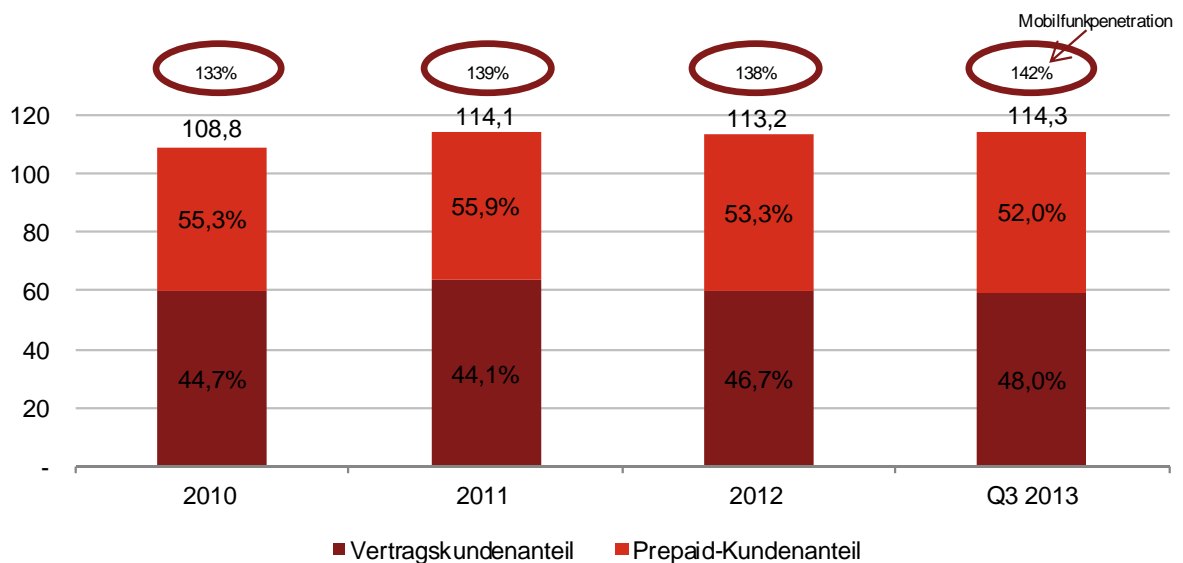
Mobilfunkkunden zum Periodenende (in Mio.)	2010	2011	2012	Q3 2013
Telefónica/o2	17,0	18,4	19,3	19,6
E-Plus	20,4	22,7	23,4	24,8
Vodafone	36,7	37,6	33,9	32,0
Deutsche Telekom	34,7	35,4	36,6	37,9
<b>Gesamt</b>	<b>108,8</b>	<b>114,1</b>	<b>113,2</b>	<b>114,3</b>

Quelle: Jahres-/Quartalsberichte Telefónica/O2, E-Plus, Vodafone, Deutsche Telekom

43. Im Gegensatz zu anderen europäischen Märkten, in denen neu in den Markt eingetretene Netzbetreiber in den vergangenen Jahren signifikante Marktanteile gewinnen konnten (z.B. Frankreich und Großbritannien), kam es im deutschen Mobilfunkmarkt zu keinem neuen Markteintritt. Es ist allerdings einer Vielzahl an Anbietern ohne eigenes Mobilfunknetz (Service Provider, Reseller mit eigener Marke und Mobilfunk-Discounters) gelungen sich im deutschen Mobilfunkmarkt zu etablieren und erhebliche Marktanteile zu gewinnen.
44. Die Anzahl der Mobilfunknutzer ist leicht von 114,1 Mio. in 2011 auf 113,2 Mio. in 2012 gesunken. Entsprechend war die Penetrationsrate bezogen auf die Gesamtbevölkerung Deutschlands leicht

rückläufig und hat um einen Prozentpunkt von 139% auf 138% abgenommen. Der leichte Rückgang lässt sich unter anderem auf eine Bereinigung von inaktiven SIM-Karten durch die Mobilfunknetzbetreiber zurückführen. Im gleichen Zeitraum gab es eine relative Verschiebung um 2,6%-Punkte von Prepaid-Kunden hin zu Postpaid- bzw. Vertragskunden. Am Ende des Jahres 2012 waren 46,7% aller Mobilfunknutzer Postpaid-Kunden. Dieser Trend setzte sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 2013 fort, sodass am Ende des dritten Quartals in 2013 der Vertragskundenanteil auf 48,0% aller Mobilfunknutzer angestiegen ist.

### Anzahl der Mobilfunknutzer (in Mio.)



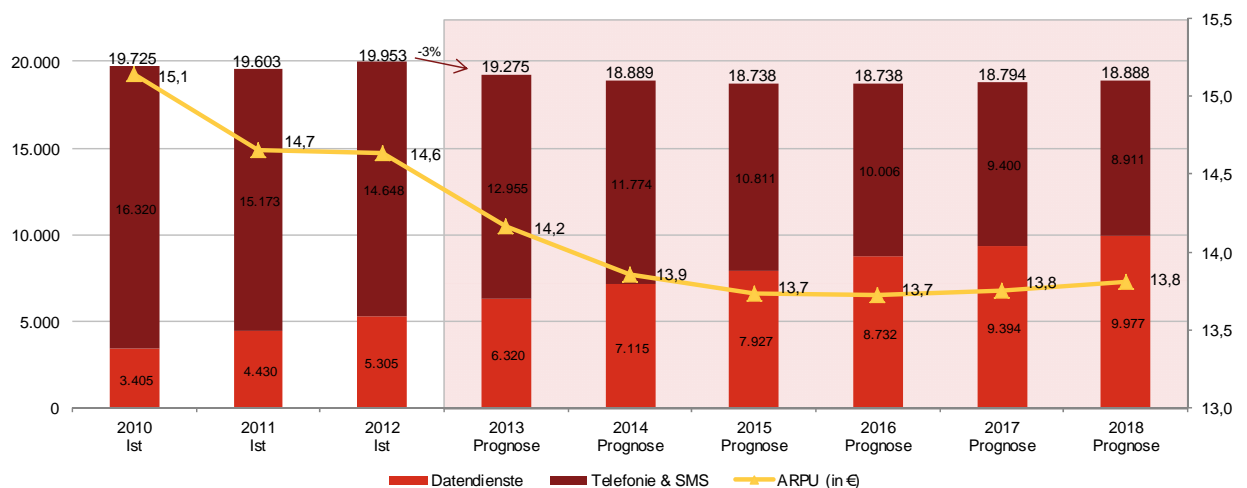
Quelle: Bundesnetzagentur, Jahresabschlüsse

45. Anders als in vielen anderen europäischen Märkten, spielen MVNOs/Service Provider eine wichtige Rolle in Deutschland. Sie haben einen Marktanteil von ungefähr 15% am gesamten Endkundenmarkt (basierend auf prognostizierten Umsätzen für 2013). Die wichtigsten Anbieter unter den MVNOs sind die freenet Gruppe (umfasst unter anderem mobilcom/debitel), die Drillisch Gruppe und 1&1. Darüber hinaus betreiben die MNOs eine Vielzahl von Zweitmarken (häufig sogenannte "no frills"-Angebote), welche insbesondere preissensitive Kunden und/oder spezielle Kundengruppen ansprechen. Darüber hinaus gibt es zahlreiche Reseller mit eigener Marke, die eine wachsende Bedeutung für den deutschen Telekommunikationsmarkt haben. Beispielsweise hat Aldi einen Marktanteil von ungefähr 2,6% (gemessen an der Umsatzprognose für 2013) erreicht.
46. Over the top-Anbieter ("OTT") wie beispielsweise Whatsapp, Skype und Facebook messenger gewinnen als kostengünstige/-lose IP-basierte Substitute für traditionelle Dienste (Telefonie und SMS) ebenfalls zunehmend an Bedeutung im deutschen Telekommunikationsmarkt.
47. In 2012 nahm in Deutschland der Verkauf von Smartphones und Smartphone-Tarifen stark zu. Die Smartphone-Penetration hat sich in diesem Zeitraum um mehr als 12%-Punkte erhöht und für 2013 wird ein weiteres Wachstum von 5,9%-Punkten auf insgesamt 44,4% prognostiziert. Gleichzeitig sind die Preise für Smartphone-Tarife und Datenflatrates erheblich gesunken.

48. Eine zunehmende Anzahl an Mobilfunkgeräten ist LTE-fähig (vierte Mobilfunkgeneration oder 4G) und ermöglicht deutlich höhere Datenübertragungsraten. Aktuelle Marktprognosen sagen bei einem starken LTE-Kundenwachstum voraus, dass sich die Datenmengen in einzelnen Jahren bis 2018 mehr als verdoppeln.
49. Infolgedessen wird sich der starke Anstieg der mobilen Internetnutzung der letzten Jahre weiter fortsetzen. Entsprechend wird auch die Nachfrage nach mobilen Datenprodukten weiter zunehmen und zu einem stetigen Wachstum der Datenumsätze der MNOs führen. Dem entgegen wirken der anhaltende intensive Wettbewerb im mobilen Telekommunikationsmarkt und der Rückgang der Umsätze aus SMS und Telefonie. Wir erwarten daher, dass der durchschnittliche Erlös je Kunde ("ARPU") im Zeitraum von 2013 bis 2015 weiterhin sinken wird und das Wachstum der Datenumsätze die Verluste bei Telefonie und SMS erst in den Folgejahren vollständig kompensieren wird.
50. Das starke Wachstum der mobilen Datennutzung stellt die MNOs vor große Herausforderungen. Angesichts des starken Anstiegs des Datenvolumens müssen die Mobilfunknetzbetreiber ihre Netze weiter ausbauen und einen Teil der Datennutzung auf WLAN-Netzwerke auslagern, um die steigende zukünftige Nachfrage nach immer höheren Datenmengen befriedigen zu können.
51. Zusätzlich zum sich verändernden Konsumentenverhalten stellt die Regulierung einen wesentlichen Faktor im mobilen Telekommunikationsmarkt dar. Zum 30. November 2012 hat die deutsche Regulierungsbehörde Bundesnetzagentur ("BNetzA") neue Terminierungsentgelte genehmigt. Die zuvor gültigen Terminierungsentgelte (3,39 Cent für Telefónica/O2 und 3,36 Cent für E-Plus) wurden weiter reduziert auf 1,85 Cent/Min ab 1. Dezember 2012 bzw. 1,79 Cent/Min ab 1. Dezember 2013. Da die genehmigten Terminierungsentgelte im europäischen Vergleich nach wie vor über dem Durchschnitt liegen, ist zukünftig (auf Druck der EU-Kommission) mit einer weiteren Reduktion der Terminierungsentgelte zu rechnen. Die durch eine Absenkung erzielten Effekte auf die Profitabilität der MNOs verringern sich allerdings im Laufe der Zeit, aufgrund der bereits erreichten geringen absoluten Höhe der Terminierungsentgelte.
52. 2012 hat der Rat der Europäischen Union eine überarbeitete Roaming-Regulierung verabschiedet. Im Rahmen der neuen Regulierung wurden die Preisobergrenzen für Roaming-Gebühren für Auslandsgespräche (um ungefähr 17%) und für SMS (um ungefähr 18%) gesenkt und eine neue Preisobergrenze für Datendienste eingeführt. Die Preisobergrenze für Datendienste wurde 2013 um ungefähr 36% verringert und wird 2014 noch einmal um 56% sinken. Der Markt rechnet für die Zukunft damit, dass die Europäische Union die Roaming-Gebühren weiter absenken wird, was sich negativ auf die Umsätze der MNOs auswirkt.

53. Die Bundesnetzagentur hat angekündigt, den Mobilfunknetzbetreibern im Rahmen einer Auktion in 2015 oder 2016 zusätzliche Frequenzbänder zur Nutzung anzubieten. Das Verfahren befindet sich derzeit in der Konsultationsphase. In der letzten Frequenzauktion in Deutschland, die 2010 stattfand, haben die Marktteilnehmer neue Frequenzen von der BNetzA erworben. Ein Teil der versteigerten Frequenzbänder bestand aus der sogenannten „Digitalen Dividende“ (800 MHz), die zuvor von deutschen Rundfunksendern verwendet wurde und mittlerweile für mobile Breitbanddienste wie LTE genutzt wird.
54. Die Service-Umsätze der Mobilfunkanbieter sind 2012 in Deutschland auf EUR 19,95 Mrd. (+2%) angestiegen. Für 2013 gehen aktuelle Marktprognosen aufgrund der rückläufigen Telefonie- und SMS-Umsätze, einem intensiv geführten Preiswettbewerb bei Datendiensten sowie Effekten aus der Regulierung von einem Rückgang der Service-Umsätze von 3% auf EUR 19,28 Mrd. aus. Trotz des erwarteten Abwärtstrends bei den mobilen Service-Umsätzen in 2013 erwarten wir, dass sich der Markt infolge steigender Nachfrage nach Datendiensten, die den Rückgang der Telefonie- und SMS-Umsätze kompensieren, mittel- bis langfristig stabilisieren wird.

### Service-Umsatz Entwicklung (in Mio. EUR)

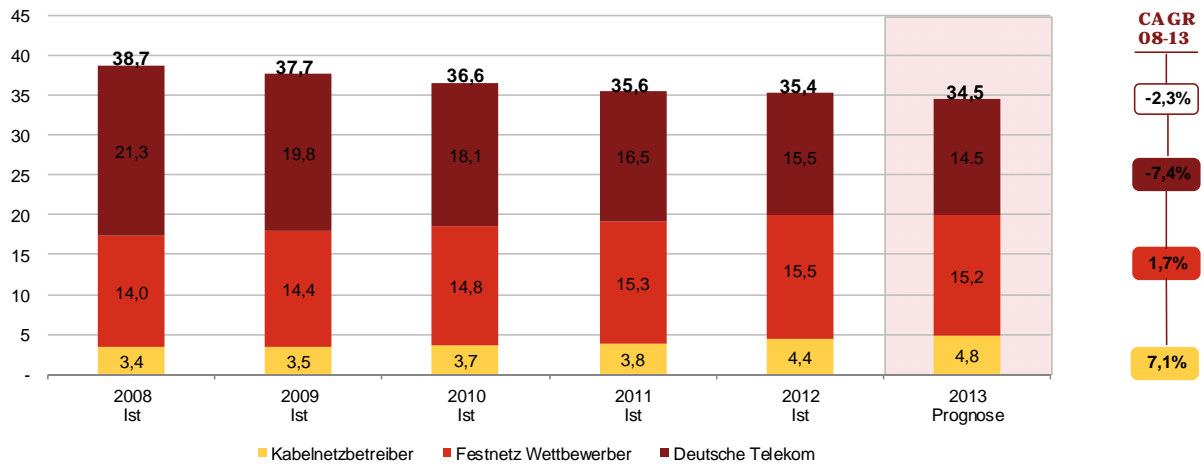


Quelle: Jahresabschlüsse, PwC Analyse

### Der deutsche Festnetz-Telekommunikationsmarkt

55. Das Umsatzvolumen des deutschen Festnetz-Telekommunikationsmarktes betrug in 2012 insgesamt EUR 35,4 Mrd. Die Umsätze entfielen zu 78% auf Telefonie und zu 22% auf Breitband-Internetzugänge. Aufgrund der rückläufigen Telefonie-Umsätze ist der Markt seit 2008 stetig geschrumpft. Seit 1998 haben alternative Netzbetreiber („Festnetz-Wettbewerber“) permanent Marktanteile hinzugewonnen. Aufgrund des intensiven Wettbewerbs und der Regulierung hat sich das Wachstum alternativer Netzbetreiber seit 2011 allerdings verlangsamt.

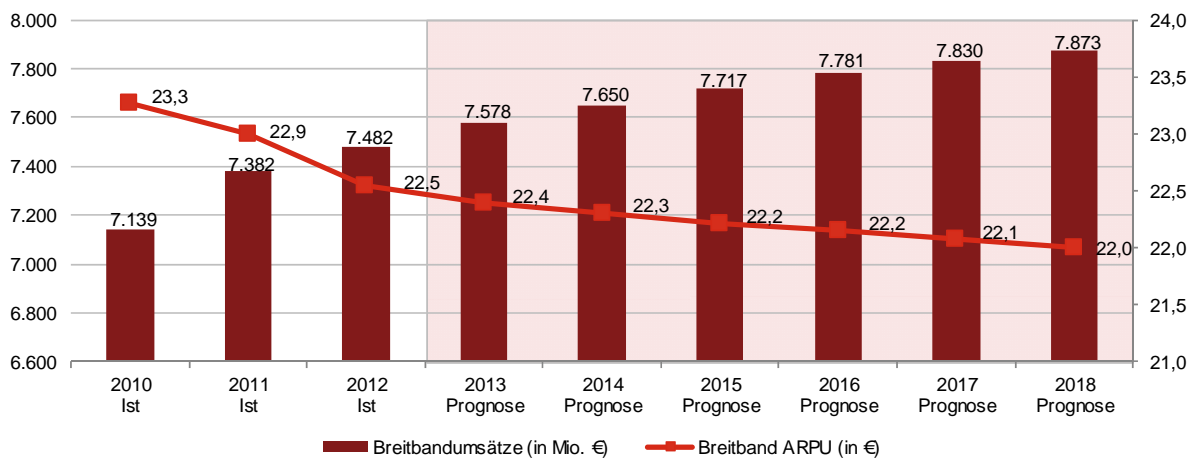
### Festnetz-Umsätze (in Mrd. €)



Quelle: VATM, PwC Analyse (inkl. Telefonie, Internet und Datendienste, Zusammenschaltungsentgelte, Mietleitungen, Hardware und TV-Signal Transportdiensten)

56. Ende 2012 war Deutschland mit 28,0 Mio. Haushalten und einer Penetrationsrate von 70,1% der bedeutendste Breitbandmarkt Europas. Wir erwarten, dass die Anzahl der Breitbandhaushalte bis 2018 auf 30,0 Mio. ansteigen wird.
57. Anbieter von Breitbandzugängen bieten ihren Kunden zunehmend günstige Triple Play Pakete aus TV, Telefonie und Internetzugang sowie Quadruple Play Pakete, die zusätzlich noch Mobilfunkdienste beinhalten, an. Diese Angebote führen zu einem Anstieg der Kundenbasis während die Internetzugangskosten vieler Haushalte dadurch leicht sinken. Wir erwarten daher, dass der ARPU sich im Zeitraum von 2012 bis 2018 um EUR 0,5 auf EUR 22,0 verringert. 2012 summierten sich die Umsätze aus Festnetz-Breitbanddiensten auf EUR 7,5 Mrd. Bis 2018 erwarten wir einen weiteren Anstieg auf EUR 7,9 Mrd. Diese positive Entwicklung ist ein Ergebnis der anhaltend hohen Nachfrage nach Breitbanddiensten, die durch datenintensive Onlinedienste (z.B. Videostreaming) und den fortlaufenden Ausbau der Netzinfrastruktur für Breitbanddienste in Deutschland getrieben ist.

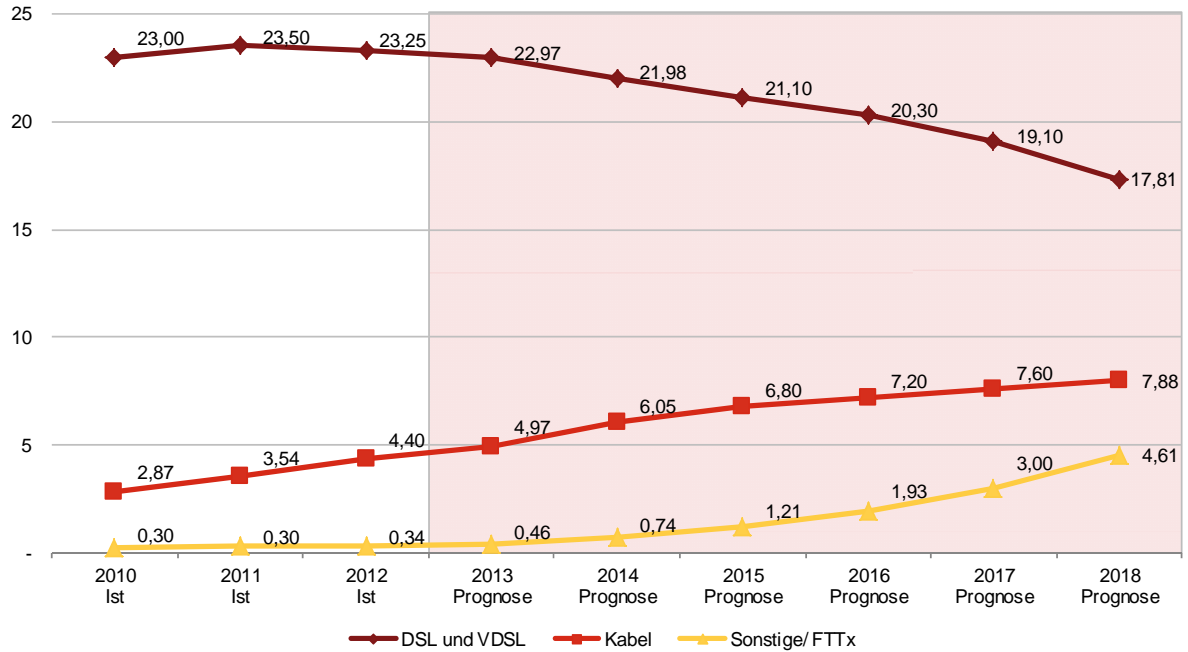
### Breitbandentwicklung



Quelle: GEMO, PwC Analyse

58. In den kommenden Jahren erwarten wir eine weitere Verschiebung von DSL hin zu anderen Zugangstechnologien, die höhere Übertragungsraten ermöglichen. Vor allem die Kabelnetzbetreiber werden von diesem Trend profitieren und ihre Marktanteile weiter ausbauen können. Gleichzeitig werden jedoch auch Internetzugänge über Glasfaser (FTTx) zunehmend an Bedeutung gewinnen.

**Entwicklung der unterschiedlichen Breitbandanschlussarten (in Mio.)**



Quelle: GEMO, PwC Analyse

## **E. E-Plus**

### **1. Beschreibung des Bewertungsobjekts**

#### **1.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse**

59. Die TDH AG plant den Erwerb des deutschen Mobilfunkgeschäfts der KPN, das in die neu gegründete und im Handelsregister geführte E-Plus Transition GmbH & Co. KG (zusammen mit ihren mittelbaren und unmittelbaren Beteiligungsgesellschaften bereits als "E-Plus" oder „New E-Plus KG“ definiert) eingebracht werden soll. Gegenwärtig besteht das deutsche Mobilfunkgeschäft der KPN aus EPM, einer deutschen Kommanditgesellschaft mit einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung als Komplementärin (GmbH & Co. KG) und ihren 21 direkten, zwei indirekten Töchtern und der E-Plus Transition GmbH & Co. KG.
60. Die neu gegründete E-Plus Transition GmbH & Co. KG soll mittels Ausgliederung von EPM nach dem Umwandlungsgesetz (partielle Gesamtrechtsnachfolge) alle Vermögensgegenstände, Verbindlichkeiten und Vertragsbeziehungen von EPM mit Ausnahme (i) aller existierender Gesellschafterdarlehensvereinbarungen und -verbindlichkeiten von EPM gegenüber KPN oder einer ihrer Töchter und (ii) aller Steuerverbindlichkeiten von EPM übernehmen.
61. Da KPN's deutsches Mobilfunkgeschäft zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts noch nicht in die E-Plus Transition GmbH & Co. KG eingebracht worden ist, beschreiben wir im Folgenden die rechtliche und steuerliche Situation von EPM einschließlich ihrer Tochtergesellschaften. Nachfolgend erläutern wir die Schritte der sogenannten Pre-Closing Umstrukturierung und andere im SPA definierte Bedingungen, die bei der Einbringung des deutschen Mobilfunkgeschäfts der KPN in die E-Plus Transition GmbH & Co. KG zu beachten sind. Zum Stichtag des Abschlusses der Transaktion wird diese neu gegründete Gesellschaft einschließlich ihrer Tochtergesellschaften an die TDH AG transferiert.

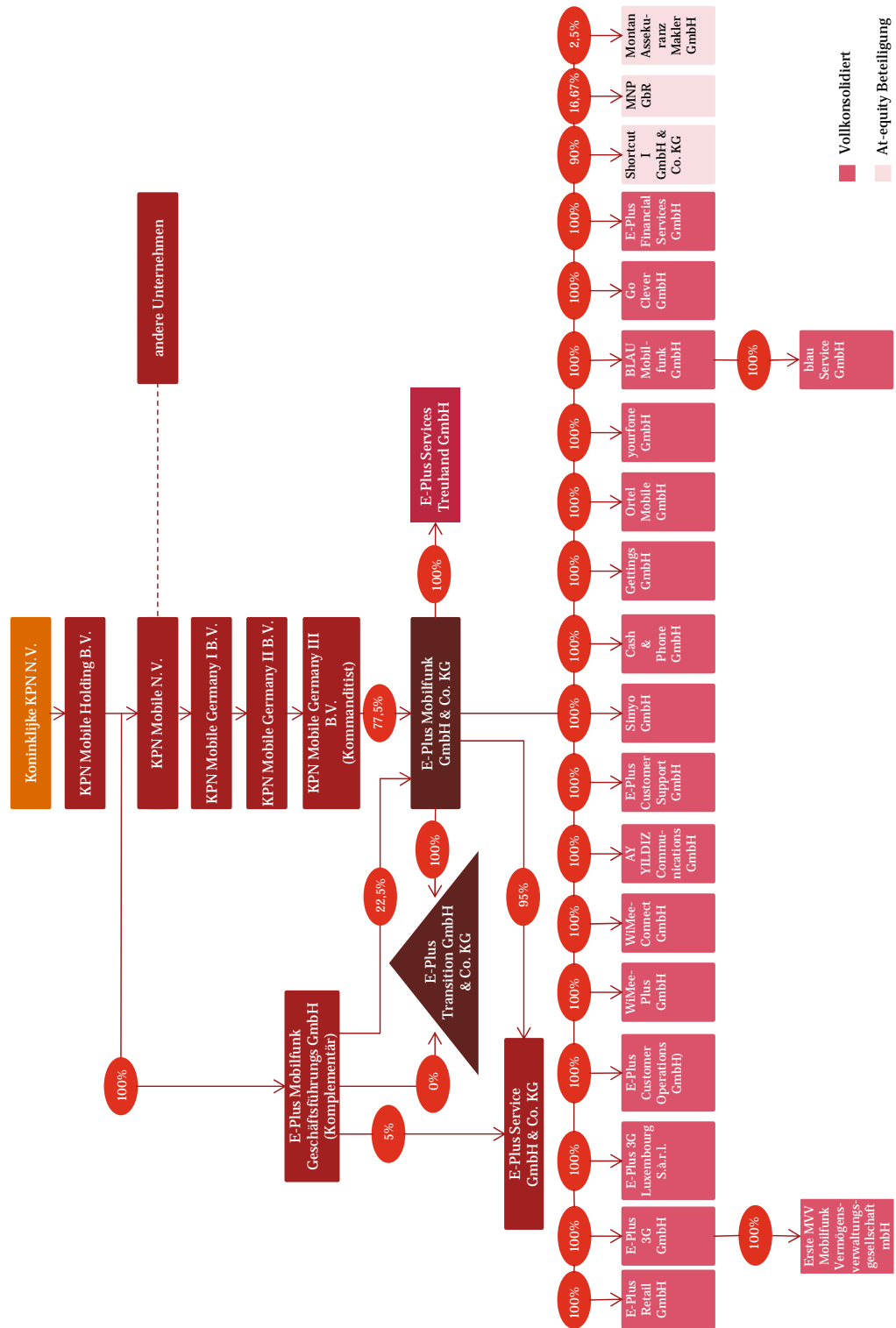
#### **Rechtliche Verhältnisse**

62. EPM ist als GmbH & Co. KG unter der Handelsregisternummer HRA 19031 im Handelsregister beim Amtsgericht Düsseldorf als E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG eingetragen. Der Unternehmenssitz der Gesellschaft ist Düsseldorf.
63. Gegenstand des Unternehmens ist laut Gesellschaftsvertrag die Beteiligung an Unternehmen, die ein bundesweites digitales Mobilfunknetz auf Basis von GSM 1,800 und UMTS/IMT 2,100 betreiben, der Betrieb von Telekommunikationsnetzen auf Basis der Lizenzen der Klassen drei und vier sowie die Durchführung aller damit zusammenhängenden Geschäfte.
64. Die Vertretung und Geschäftsführung der Gesellschaft obliegt der E-Plus Geschäftsführungs GmbH, Düsseldorf („E-Plus Gesh“) als alleinige und persönlich haftende Gesellschafterin (Komplementär). Die E-Plus Gesh handelt durch ihre Geschäftsführer. Sie wird durch zwei Geschäftsführer gemeinschaftlich oder durch einen Geschäftsführer gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.



65. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft ist das Kalenderjahr (1. Januar bis 31. Dezember).
66. Die folgende Abbildung stellt die gegenwärtige Konzernstruktur von EPM, ihren Tochterunternehmen und direkten und indirekten Gesellschaftern dar:

### Aktuelle Konzernstruktur von E-Plus



Quelle: E-Plus, Stand: 8 Dezember 2013

67. EPM ist eine direkte Tochter des Kommanditisten KPN Mobile Germany III B.V., Den Haag und des Komplementärs E-Plus Gesh. Das Unternehmen wird auf Ebene der KPN vollkonsolidiert.
68. EPM ist an 21 Töchtern direkt, an zwei Töchtern indirekt und an der E-Plus Transition GmbH & Co. KG beteiligt. Zusammen bilden diese Gesellschaften die EPM Gruppe. Beteiligungen, an denen EPM nicht mehr als 50% hält, werden "at equity" bilanziert. Als Mutterunternehmen stellt EPM den Konzernabschluss für die EPM Gruppe auf.

#### Steuerliche Verhältnisse

69. Alle Töchter der EPM mit Ausnahme der Simyo GmbH, Montan Assekuranz GmbH, MNP GbR und der Shortcut I GmbH & Co. KG gehören zur körperschaft- und gewerbsteuerlichen Organschaft der EPM Gruppe.
70. Zwischen den Gesellschaften E-Plus Retail GmbH, Düsseldorf, E-Plus 3G GmbH, Düsseldorf ("E-Plus 3G GmbH"), E-Plus Customer Operations GmbH, Düsseldorf, WiMee Plus GmbH, Düsseldorf, WiMee Connect GmbH, Düsseldorf, AY Yildiz Communications GmbH, Düsseldorf, E-Plus Customer Support GmbH, Potsdam, Cash & Phone GmbH, Düsseldorf, Gettings GmbH, Düsseldorf, Ortel Mobile GmbH, Düsseldorf, yourfone GmbH, Hamburg, Blau Mobilfunk GmbH, Hamburg, Go Clever GmbH, Stuttgart, und E-Plus Financial Services GmbH, Potsdam und der EPM bestehen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge. E-Plus 3G Luxemburg S.à.r.l., Luxemburg ("E-Plus 3G Sarl") und Erste MVV Mobilfunk Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, Düsseldorf besitzen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit der E-Plus 3G GmbH. Die E-Plus Service GmbH & Co KG, Potsdam ("EPS") führt ihre Ergebnisse an die EPM und die E-Plus Gesh pro rata ab. Zwischen der beherrschenden EPM und der E-Plus Services Treuhand GmbH, Düsseldorf ("Treuhand GmbH") als beherrschter Gesellschaft ist ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beim zuständigen Handelsregister eingetragen worden.
71. EPM ist gewerbe- und auf Ebene der Anteilseigner körperschaftssteuerpflichtig (im vorliegenden Fall Kapitalgesellschaften) in Deutschland. Somit ergibt sich aus einer Gewerbesteuer von 15,45% und einer Körperschaftssteuer in Höhe von 15,83% eine normalisierte Steuerquote von insgesamt 31,28%.
72. Weder die bestehenden Verlustvorträge noch die Steuerverbindlichkeiten, die bei einer Gesellschaft der künftigen E-Plus für steuerliche Veranlagungs- und Erhebungszeiträume vor dem 1. Januar 2014 entstehen, sind Gegenstand der Transaktion.
73. Die letzte Betriebsprüfung wurde für die Geschäftsjahre 2001 bis 2005 abgeschlossen. Es gab auskunftsgemäß keine wesentlichen bewertungsrelevanten Feststellungen.

## 1.2. Beschreibung der Pre-Closing Umstrukturierung

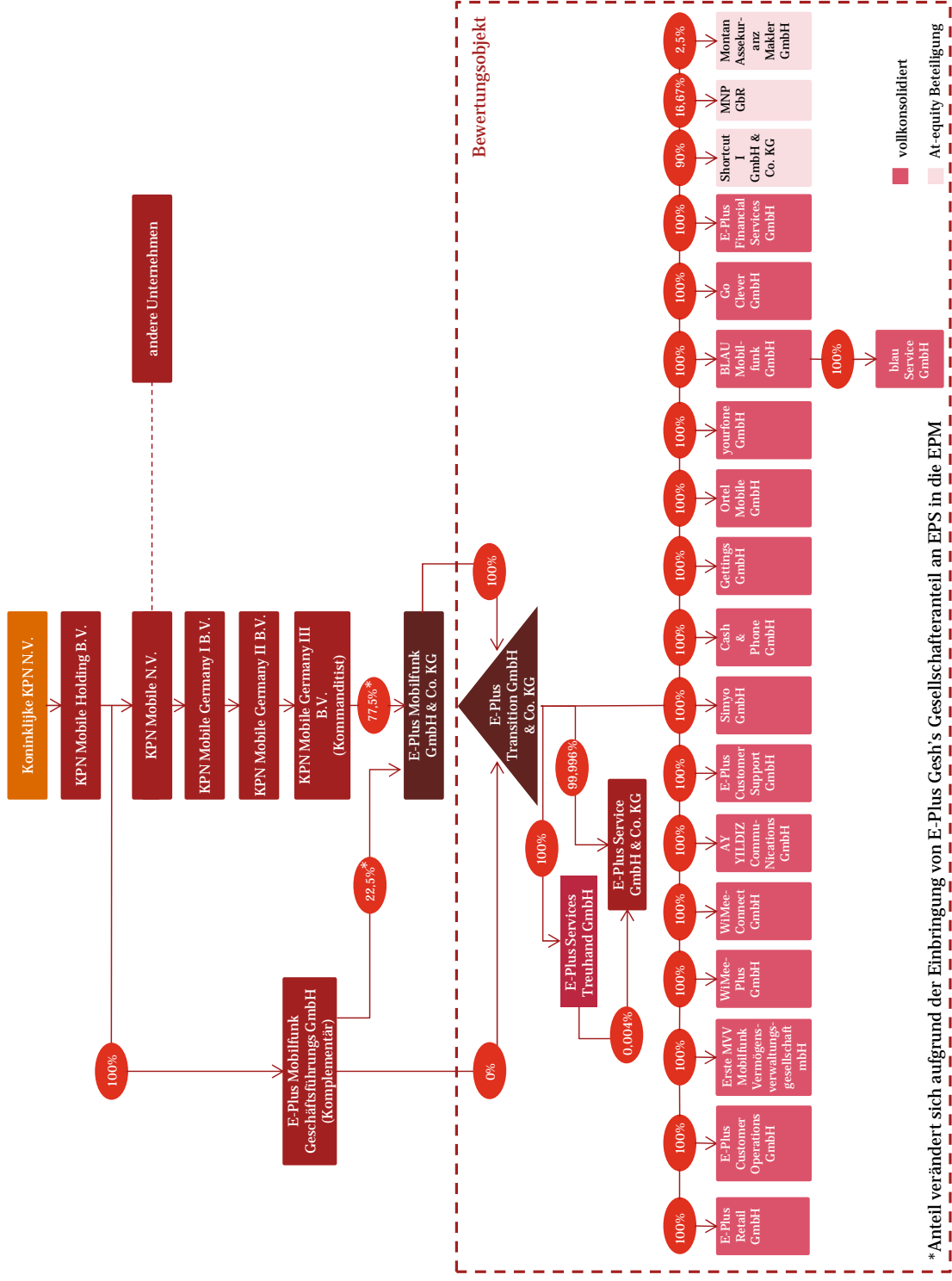
### Pre-Closing Umstrukturierung

74. KPN hat sich in dem der Transaktion zugrunde liegenden Kaufvertrag verpflichtet, vor dem Vollzug der Transaktion eine Umstrukturierung durchzuführen, durch die EPM alleiniger Kommanditist der E-Plus Transition GmbH & Co. KG wird. Zusätzlich soll die Struktur von KPN's deutschem Mobilfunkgeschäft vereinfacht und es ermöglicht werden, dass die TDH AG E-Plus frei von Steuerverbindlichkeiten der EPM aus der Vergangenheit sowie frei von Verpflichtungen aus Gesellschafterdarlehen erwirbt. Es ist vorgesehen, dass EPM ihren 100% Anteil an der E-Plus Transition GmbH & Co. KG in die TDH AG einbringt und als Gegenleistung EUR 3,7 Mrd. in bar und neu emittierte Anteile an der TDH AG erhält. Nach Abschluss der Transaktion wird EPM 24,9% an der erweiterten TDH AG halten.
75. Die Pre-Closing Umstrukturierung erfolgt in folgenden Schritten:
- Schritt 0: Um ein Ausscheiden der E-Plus Gesh aus der EPS unter Fortbestand der EPS zu ermöglichen, erwirbt die neu errichtete und hundertprozentige Tochtergesellschaft der EPM, die Treuhand GmbH, einen Minderheitsanteil an der EPS und hält diese Beteiligung treuhänderisch für die EPM. Im Anschluss wandelt die E-Plus Gesh ihre Beteiligung an der EPS als Komplementärin mit Wirkung zum 31. Dezember 2013 in eine Kommanditbeteiligung und die EPM ihre Kommanditbeteiligung mit Wirkung zum 31. Dezember 2013 in eine Beteiligung als Komplementärin um. Dieser Schritt war zum Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens bereits erfolgt.
  - Schritt 1: Die E-Plus Gesh wird ihre Beteiligung an der EPS im Wege einer Ausgliederung nach dem Umwandlungsgesetz (partielle Gesamtrechtsnachfolge) zum Buchwert auf die EPM übertragen und erhält im Gegenzug neue Anteile an der EPM. Dadurch scheidet die E-Plus Gesh aus der EPS aus.
  - Schritt 2: E-Plus 3G Sarl wird zunächst auf ihre Schwestergesellschaft, die E-Plus 3G GmbH, verschmolzen, welche anschließend auf ihre alleinige Gesellschafterin, die EPM, verschmolzen wird. Dieser Schritt erfolgt steuerwirksam vor der in Schritt 3b beschriebenen Ausgliederung.
  - Schritt 3a: Die EPM als alleinige Kommanditistin und die E-Plus Gesh als einzige Komplementärin ohne Kapitalanteil gründen eine neue Kommanditgesellschaft unter der Firma „E-Plus Transition GmbH & Co. KG“ mit Sitz in Düsseldorf, Deutschland. Die Gründung der E-Plus Transition GmbH & Co. KG war zum Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens bereits erfolgt.
  - Schritt 3b: Die EPM wird im Wege einer Ausgliederung nach dem Umwandlungsgesetz (partielle Gesamtrechtsnachfolge) alle ihre Vermögenswerte, Verbindlichkeiten und Vertragsverhältnisse in die E-Plus Transition GmbH & Co. KG einbringen mit Ausnahme (i) aller Gesellschafterdarlehen (einschließlich aller aufgelaufenen Zinsen und Kosten), die zwischen EPM einerseits und KPN sowie mit KPN verbundenen Unternehmen andererseits bestehen, sowie (ii) aller zum Ausgliederungsstichtag bestehenden Steuerverbindlichkeiten

von EPM (ungeachtet dessen, ob diese fällig, veranlagt, bedingt oder zukünftiger Natur sind).

76. Die Pre-Closing Umstrukturierung wurde nach Unterzeichnung des SPA im Hinblick auf rechtliche, regulatorische und operative Aspekte weiter optimiert. Zusätzliche Ergänzungen des SPA und der Transaktionsstruktur können zu gegebener Zeit in Übereinstimmung mit dem SPA zwischen KPN, TEF und TDH AG vereinbart werden.
77. Die untenstehende Abbildung stellt die Konzernstruktur von E-Plus, ihren Töchtern und den direkten und indirekten Eigentümern nach der Pre-Closing Umstrukturierung dar:

# Konzernstruktur nach der Pre-Closing Umstrukturierung



\*Anteil verändert sich aufgrund der Einbringung von E-Plus Gesh's Gesellschafteranteil an EPS in die EPM

Quelle: E-Plus, PwC Analyse

78. Nach der Pre-Closing Umstrukturierung umfasst E-Plus die E-Plus Transition GmbH & Co. KG zusammen mit ihren 20 direkten Tochtergesellschaften und ihrer indirekten Tochter blau Service GmbH. Die neue E-Plus Transition GmbH & Co. KG einschließlich aller Töchter stellt das Bewertungsobjekt unserer Unternehmensbewertung der E-Plus (das sogenannte „Transaktions-Perimeter“) dar.

#### Behandlung der internen Leistungsbeziehungen

79. Gegenwärtig bestehen interne Leistungsbeziehungen zwischen KPN und ihren Tochtergesellschaften sowie zwischen EPM und ihren Tochtergesellschaften. Die internen Leistungsbeziehungen sollen teilweise beendet und teilweise fortgeführt werden. Nach Auskunft des Managements der TDH AG und EPM werden die Bedingungen für die fortgeführten Leistungsbeziehungen marktgerecht ausgestaltet.
80. Interne Leistungsbeziehungen im Hinblick auf das Cash-Pooling, bestimmte Mitarbeiter im Auslandseinsatz, Verwaltungsvergütungen sowie die Nutzung rechtlicher Dienstleistungen werden vor dem Abschluss der Transaktion beendet. Interne Leistungsbeziehungen, die das Pooling von Domain-Namen, Handelsmarken, Software, Patente und Roaming betreffen, werden erneuert. Vereinbarungen über die Nutzung einer Telefonieplattform, bestimmte Netz-Test-Services sowie bestimmte Verwaltungs- und Technik- Supportdienstleistungen werden unter weitestgehend unveränderten Bedingungen fortgeführt.

## 1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

### 1.3.1. Geschäftstätigkeit von E-Plus

81. E-Plus ist ein im deutschen Markt führender Mobilfunknetzbetreiber, der die Mobilfunkdienstleistungen Telefonie, Datentransfer, Roaming und die hiermit verbundenen Diensten für Privat- und Geschäftskunden anbietet.
82. E-Plus ist der drittgrößte Mobilfunkanbieter Deutschlands (bezogen auf die Kundenanzahl). Im Geschäftsjahr 2012 erreichte E-Plus einen Umsatz in Höhe von ca. EUR 3,2 Mrd. und hatte per Q3 2013 eine Kundenbasis von etwa 24,8 Mio. Mobilfunkkunden.
83. E-Plus betreibt ein bundesweites Mobilfunknetz auf Basis der Technologiestandards GSM bzw. 2G und UMTS/HSPA bzw. 3G. Das Netz erreicht eine GSM-Abdeckung von 99% der deutschen Bevölkerung und eine für Ende 2013 prognostizierte UMTS/HSPA-Abdeckung von über 80%. Der Roll-out von LTE bzw. 4G hat kürzlich begonnen und deren kommerzielle Markteinführung wird im Geschäftsjahr 2014 erfolgen. Das Mobilfunknetz umfasst mehr als 18.000 GSM, UMTS und/oder LTE Basisstationen.
84. E-Plus erwarb seine ersten Frequenzlizenzen im Geschäftsjahr 1993 und hält aktuell Frequenzen in den Bändern 900, 1.800, 2.100, 2.600 und 3.500 MHz.
85. E-Plus vermarktet seine Produkte über eine Mehrmarkenstrategie und bietet Postpaid und Pre-Paid Mobilfunktarife, u.a. unter den Marken BASE, simyo, AY YILDIZ, yourfone, Gettings, blau.de und Ortel, an. E-Plus vertreibt im Wesentlichen Mobiltelefonie-, Messaging- und Datendienstleistungen sowie Mobiltelefone und Zubehör.
86. Die Dienstleistungen werden im direkten Vertriebskanal über 376 eigene und 412 Partnerfilialen (Stand Ende des Geschäftsjahres 2012), online sowie über das Fernsehen vermarktet. Indirekt vertreibt E-Plus seine Dienstleistungen über unabhängige Händler und Dienstleistungsanbieter.
87. E-Plus unterhält verschiedene Markenpartnerschaften unter anderem mit MedionMobile (Aldi Talk), MTV, ADAC, NABU Deutschland und der WAZ Mediengruppe. Die Markenpartner nutzen die E-Plus-Infrastruktur für die Erbringung der von ihnen vermarkteten Dienstleistungen. E-Plus profitiert von diesen Partnerschaften sowie der Kooperation mit weiteren Dienstleistungsanbietern und virtuellen Netzbetreibern (MVNOs), indem E-Plus einen breiteren Zugang zu verschiedenen Kundengruppen erhält und auf diese Weise die Marktpenetration erhöhen kann.
88. Am Ende des dritten Quartals 2013 hatte E-Plus 8,3 Mio. Postpaid- und 16,5 Mio. Pre-Paid-Kunden.
89. Zum 30. Juni 2013 beschäftigte E-Plus 4.268 Menschen in Deutschland. Neben dem Unternehmenssitz in Düsseldorf hat das Unternehmen u.a. Standorte in Berlin, München, Hamburg, Frankfurt, Hannover, Ratingen, Potsdam und Essen.

### 1.3.2. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

90. Wir haben die Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage von E-Plus auf Basis der historischen Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 sowie der letzten und Anfang Oktober 2013 erstellten Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 analysiert. Die zugrundeliegende Finanzberichterstattung wird im Rahmen der Konsolidierung für den geprüften Konzernabschluss der Konzernmutter KPN aufgestellt.
91. Um den aus der Pre-Closing Umstrukturierung resultierenden Transaktionsperimeter abzubilden, haben wir die zur Verfügung gestellte Bilanz der EPM auf Grundlage von Informationen, die wir vom E-Plus Management erhalten haben, angepasst. Die nachfolgend dargestellten Bilanzpositionen sind nicht Gegenstand der Transaktion und wurden daher gegen das Eigenkapital verrechnet.
- Gesellschafterdarlehen
  - Latente Steuern
  - Goodwill Konsolidierungsbuchungen in den immateriellen Vermögenswerten
  - Steuerverbindlichkeiten
  - Nicht-operative Verbindlichkeiten gegenüber KPN

Die historische Gewinn- und Verlustrechnung der EPM haben wir nicht weiter angepasst, da gemäß Managementinformation mögliche Effekte aus der Pre-Closing Umstrukturierung und aus der Trennung der internen Leistungsbeziehungen (vgl. E 1.2. „Beschreibung der Pre-Closing Umstrukturierung“) keinen wesentlichen Effekt auf das Betriebsergebnis (EBIT) des Bewertungsobjekts haben.

#### Vermögens- und Finanzlage von E-Plus

92. Die untenstehende Tabelle stellt die angepasste Bilanz für E-Plus für die Geschäftsjahre 2011, 2012 und die letzte Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 dar:



**E-Plus - Bilanz**

in Mio. EUR (zum 31. Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>9.120</b>	<b>8.918</b>	<b>8.932</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	4.320	4.128	4.156
Immaterielle Vermögenswerte	2.250	2.087	1.843
Sachanlagen	2.475	2.599	2.889
Sonstige langfristige Vermögenswerte	75	104	45
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>712</b>	<b>951</b>	<b>789</b>
Vorräte	33	25	43
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	349	308	303
Liquide Mittel	330	618	444
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9.832</b>	<b>9.869</b>	<b>9.722</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>8.603</b>	<b>8.453</b>	<b>8.190</b>
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>287</b>	<b>318</b>	<b>342</b>
Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	1	53	112
Rückstellungen	286	265	229
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>942</b>	<b>1.098</b>	<b>1.191</b>
Kurzfr. Verbindl. aus Finanzierungsleasing	2	80	257
Verbindl. aus LuL und sonstige Verbindl.	466	511	474
Sonstige kurzfristige Schulden	474	508	459
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9.832</b>	<b>9.869</b>	<b>9.722</b>

Quelle: E-Plus, PwC Analyse

93. Die immateriellen Vermögensgegenstände betreffen im Wesentlichen Mobilfunklizenzen (z.B. GSM und UMTS Lizenzen). Der Rückgang im Betrachtungszeitraum resultiert hauptsächlich aus der Abschreibung der Lizenzen und Abschreibungen auf nicht weiter genutzte Software im Geschäftsjahr 2013.
94. Die Sachanlagen umfassen vorrangig Netztechnik des E-Plus Mobilfunknetzes. Der erwartete Anstieg um 11,2% im Geschäftsjahr 2013 wird durch Investitionen in das Zuführungsnetz und die Einführung bzw. Erweiterung der HSPA+ und LTE Netze getrieben. Zusätzlich schließen die Sachanlagen die im Zusammenhang mit dem Finanzierungsleasing aktivierte Hardware seit dem Geschäftsjahr 2012 mit ein.
95. Die sonstigen langfristigen Vermögenswerte beinhalten die langfristigen Finanzanlagen und die zur Veräußerung bestimmte Multiconnect GmbH, Düsseldorf ("Multiconnect"), die im Geschäftsjahr 2012 veräußert wurde. Die sonstigen langfristigen Vermögenswerte nahmen im Geschäftsjahr 2012 durch Buchungen ins Finanzanlagevermögen im Zusammenhang mit dem Ortel Transfer von KPN zu E-Plus im Oktober 2012 zu. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2013 enthält die oben erwähnte Veräußerung der Multiconnect.
96. Die Vorräte betreffen Smartphone Lagerbestände in Höhe von EUR 25 Mio. im Geschäftsjahr 2012 und EUR 43 Mio. im Geschäftsjahr 2013.

- 
97. Die liquiden Mittel werden für das Geschäftsjahr 2013 mit EUR 444 prognostiziert, was einem Rückgang von 28,2% im Vergleich zum Vorjahr entspricht.
  98. Das Eigenkapital wurde mit den Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten, die nicht Teil der Transaktion sind, verrechnet. Nach diesen Anpassungen wird zum 31. Dezember 2013 ein Eigenkapital in Höhe von EUR 8.190 Mio. erwartet.
  99. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing entstehen aufgrund des Leasings der an Kunden vertriebenen Smartphones. In den Geschäftsjahren 2012 und 2013 ist das Finanzierungsleasing durch die Einführung und Ausweitung eines Smartphone-Leasing-Programms, welches auf die Erhöhung der Smartphone-Penetration sowie die Ausweitung der Postpaid-Kundenbasis und des Datengeschäfts ausgerichtet ist, deutlich angestiegen.
  100. Die Rückstellungen enthalten im Wesentlichen Rückbauverpflichtungen und Pensionsrückstellungen. Die Rückbauverpflichtungen sind im Geschäftsjahr 2013 um EUR 58 Mio. oder 26% infolge einer Neubewertung der buchhalterischen Wertansätze gesunken. Die Neubewertung erfolgt im Einklang mit IFRS-Vorgaben, die einen regelmäßigen Abgleich der Rückbauverpflichtung mit vertraglichen und faktischen Gegebenheiten vorsehen. Die Pensionsrückstellungen wiederum stiegen in Folge des neu anzuwendenden IFRS Standards IAS 19R an.
  101. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten umfassen neben Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen die Abrechnungsverbindlichkeiten mit verbundenen Unternehmen. Für das Geschäftsjahr 2013 wird für die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten ein Rückgang um EUR 36 Mio. oder 7% erwartet. Grund ist die Auflösung einer Verbindlichkeit im Rahmen des Kaufs der Blau Mobilfunk GmbH. Der Verkaufspreis wurde erst im Januar 2013 an KPN ausgezahlt, obwohl die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2008 erstmals konsolidiert worden war. Der Effekt aus der Auflösung dieser Verbindlichkeit wurde teilweise durch die im Zuge des ausgeweiteten Hardwarebezugs gestiegenen Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung kompensiert (E-Plus betreibt Finanzierungsleasing und den Direktbezug von Hardware).
  102. Die sonstigen kurzfristigen Schulden betreffen im Wesentlichen abgegrenzte Aufwendungen und weitere passive Rechnungsabgrenzungsposten und werden zum Ende des Geschäftsjahres 2013 in Höhe von EUR 459 Mio. erwartet.

### Ertragslage von E-Plus

103. Die untenstehende Tabelle stellt die Gewinn- und Verlustrechnung für die Geschäftsjahre 2011, 2012 und die letzte Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 dar:

#### E-Plus - GuV

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013	CAGR 11-13
Umsatzerlöse	3.161	3.185	3.097	(1,0%)
Sonstige Erträge	75	209	52	(16,9%)
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>3.236</b>	<b>3.393</b>	<b>3.149</b>	(1,3%)
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(811)	(907)	(917)	6,4%
Personalaufwand	(290)	(323)	(339)	8,1%
Sonstige Aufwendungen	(782)	(874)	(979)	11,9%
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(1.883)</b>	<b>(2.104)</b>	<b>(2.235)</b>	8,9%
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)</b>	<b>1.353</b>	<b>1.289</b>	<b>914</b>	(17,8%)
Abschreibungen	(650)	(748)	(981)	22,9%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>703</b>	<b>542</b>	<b>(67)</b>	n.a.
<i>Umsatzwachstum pro Jahr</i>	n.a.	0,8%	(2,7%)	
<i>EBITDA-Marge*</i>	41,8%	38,0%	29,0%	
<i>EBIT-Marge*</i>	21,7%	16,0%	(2,1%)	
<i>Durchschnittliche Mobilfunkanschlüsse (in Tausend)</i>	21.546	23.424	24.302	
<i>Gesamt-ARPU (Mobilfunk)**</i>	12,0	11,2	10,2	

\* In % der Umsatzerlöse und sonstigen Erträge

\*\* Der Gesamt-ARPU ist definiert als durchschnittlicher Bruttodienstleistungsumsatz pro Monat dividiert durch die Anzahl der Kunden. Der Dienstleistungsumsatz enthält Umsätze für Telefonie, Messaging-Dienste, Datendienste, Roaming und Zusammenschaltungsentgelten einschließlich Aktivierungs- und Monatsgebühren.

Quelle: PwC Analyse, E-Plus

104. Die Umsatzerlöse enthalten Umsätze für Telefonie, Messaging- und Datendienste, Roaming sowie Umsätze aus dem Vertrieb von Smartphones. Im Geschäftsjahr 2012 stiegen die Umsätze leicht auf EUR 3.185 Mio. (+0,8%) aufgrund höherer Datennutzung und einer wachsenden Kundenbasis an. Im Geschäftsjahr 2013 führte ein sinkender Durchschnittsumsatz pro Kunde (ARPU) zu einem Umsatzrückgang um EUR 88m (-2,8%) auf EUR 3.097 Mio. Diese Entwicklung spiegelte die generelle Marktentwicklung wider, die einen Rückgang um 3,4% zeigte (vgl. Abschnitt D Markt und Wettbewerb). Der monatliche Gesamt-ARPU ist von EUR 12,0 im Geschäftsjahr 2011 auf EUR 10,2 im Geschäftsjahr 2013 und somit stärker als im Gesamtmarkt (-14,8% vs. -3,3%) gesunken. Ausschlaggebend für den Rückgang des ARPUs waren sinkende Telefonie- und Messaging-Umsätze sowie rückläufige Umsätze aus Terminierungsentgelten. Teilweise konnte der ARPU-Rückgang jedoch durch das im Verhältnis zur flachen Marktentwicklung überproportionale Wachstum der E-Plus Kundenbasis (21,5 Mio. in 2011 im Vergleich zu 24,3 Mio. in 2013, + 12,8%) und einen wachsenden Daten-ARPU kompensiert werden.
105. Im Geschäftsjahr 2012 stiegen die sonstigen Erträge im Wesentlichen durch die Veräußerung von Vermögenswerten wie beispielsweise der SNT Inkasso und den Funktürmen an.

106. Materialaufwand und bezogene Leistungen umfassen Zusammenschaltungsaufwendungen, Materialaufwand für Hardware, Mietkosten für Basisstationen und Mietleitungen. Die Zusammenschaltungsaufwendungen sind hauptsächlich durch die Verringerung der Terminierungsentgelte, der Verschiebung der Konsumentennachfrage von Telefonie/Messaging-Dienstleistungen hin zur Datennutzung und der Roaming-Regulierung gesunken. Der Materialaufwand für Hardware ist infolge des verstärkten Smartphone-Vertriebs angestiegen. Die Mietkosten für Basisstationen und Leitungsmieten haben durch den Verkauf der Funktürme und dem Netzwerkausbau um 24% zugenommen (Geschäftsjahr 2011 bis 2013).
107. Die Personalkosten sind im Betrachtungszeitraum in Folge des mit dem Ausbau des Filialnetzes verbundenen zusätzlich benötigten Personalbestandes angestiegen. Darüber hinaus haben die Akquisitionen der E-Plus Financial Service und E-Plus Customer Service von der SNT Deutschland zu einem weiteren Personalkostenanstieg geführt.
108. Die sonstigen Aufwendungen betreffen an Händler gezahlte Provisionen, Werbung und Marketing, IT-Infrastruktur, Energie sowie administrative und andere Aufwendungen. An Händler gezahlte Provisionen, Werbung und Marketing haben durch die Maßnahmen zur Steigerung der Smartphone-Penetration und der Gewinnung von Neu- bzw. dem Erhalt von Bestandskunden, deutlich zugenommen. Die Kosten für IT-Infrastruktur nahmen hingegen aufgrund eines neuverhandelten IT-Vertrags um 9,5% ab.
109. Die EBITDA-Marge ist im Betrachtungszeitraum von 42% auf 29% gesunken. Ursächlich hierfür waren rückläufige Telefonie- und Messaging-Umsätze, regulatorische Einflüsse, steigende direkte Kosten für Kundenakquise und zusätzliche Marketingkosten.
110. Durch die Einführung eines neuen Leasingmodells für Mobilfunkgeräte sind die Abschreibungen für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 im Vergleich zum Geschäftsjahr 2011 angestiegen. Außerdem hat E-Plus deutlich in den Ausbau des Mobilfunknetzes investiert, insbesondere in die Netzzuführung zu den Mobilfunkstationen und das HSPA+ Netz. Darüber hinaus wurden außerordentliche Abschreibungen auf Anlagen im Bau und Sonderabschreibungen auf Netzelemente infolge geänderter Nutzungsdauern sowie Bereinigungen und IT-Optimierungen vorgenommen.

#### Bereinigung der tatsächlichen Ergebnissituation

111. Wir haben die aktuelle Ergebnissituation auf Basis der vorliegenden Finanzberichte und weiterer vom Unternehmen zur Verfügung gestellter Informationen analysiert, um außerordentliche sowie betriebsfremde Erträge und Aufwendungen zu identifizieren. Dabei haben wir uns auf ergebnisrelevante Erträge und Aufwendungen beschränkt mit der Zielsetzung, ein für die Vergangenheit aussagekräftiges Bild der Ertragslage abzuleiten. Für das Geschäftsjahr 2013 betreffen die Bereinigungen Werte des laufenden Geschäftsjahres zum 30. September 2013. Die Bereinigungen wirken sich jedoch nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf den Ergebnissen der künftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen.
112. Wir haben die folgenden EBIT-wirksamen Anpassungen vorgenommen:
- i. Umsatzbereinigung um EUR 120 Mio. für den Verkauf der mobilen Funktürme und der SNT Inkasso

- ii. Umsatzbereinigung um EUR 29 Mio. in Folge von IFRS Rechnungslegungsanpassungen (zum 30. September 2013).
  - iii. Korrektur der Bildung und Auflösung der Restrukturierungsrückstellung von EUR 39 Mio. im Geschäftsjahr 2012 bzw. EUR 6 Mio. zum 30. September 2013
  - iv. Außerordentliche Abschreibungen für Anlagen im Bau in Höhe von EUR 65 Mio. im Geschäftsjahr 2012
  - v. Bereinigung um Korrekturen der Rückbauverpflichtungen um EUR 37 Mio. im laufenden Geschäftsjahr 2013 (zum 30. September 2013).
  - vi. Außerordentliche Abschreibungen in Höhe von EUR 123 Mio. in Verbindung mit einer Änderung der wirtschaftlichen Nutzungsdauer von Vermögensgegenständen des Netzes und IT-Optimierungsprojekten im laufenden Geschäftsjahr 2013.
113. Nach Aussage des E-Plus Managements gab es im Geschäftsjahr 2011 keine zu bereinigenden außerordentlichen Sachverhalte.

### E-Plus - Bereinigung

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013
Umsatzerlöse	-	-	(29)
Sonstige Erträge	-	(120)	-
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>-</b>	<b>(120)</b>	<b>(29)</b>
Materialaufwand und bezogene Leistungen	-	-	-
Personalaufwand	-	-	-
Sonstige Aufwendungen	-	39	(43)
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>-</b>	<b>39</b>	<b>(43)</b>
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)</b>	<b>-</b>	<b>(81)</b>	<b>(72)</b>
Abschreibungen	-	65	123
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-</b>	<b>(16)</b>	<b>51</b>

Quelle: PwC Analyse, E-Plus

114. Die folgende Tabelle fasst die bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung zusammen:

## E-Plus - Bereinigte GuV

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013	CAGR 11-13
Umsatzerlöse	3.161	3.185	3.068	(1,5%)
Sonstige Erträge	75	89	52	(16,9%)
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>3.236</b>	<b>3.273</b>	<b>3.120</b>	<b>(1,8%)</b>
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(811)	(907)	(917)	6,4%
Personalaufwand	(290)	(323)	(339)	8,1%
Sonstige Aufwendungen	(782)	(835)	(1.022)	14,3%
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(1.883)</b>	<b>(2.065)</b>	<b>(2.278)</b>	<b>10,0%</b>
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)</b>	<b>1.353</b>	<b>1.208</b>	<b>842</b>	<b>(21,1%)</b>
Abschreibungen	(650)	(683)	(858)	14,9%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>703</b>	<b>526</b>	<b>(16)</b>	<b>n.a.</b>
<i>Umsatzwachstum pro Jahr</i>	n.a.	0,8%	(3,7%)	
<i>EBITDA-Marge*</i>	41,8%	36,9%	27,0%	
<i>EBIT-Marge*</i>	21,7%	16,1%	(0,5%)	
<i>Durchschnittliche Mobilfunkanschlüsse (in Tausend)</i>	21.546	23.424	24.302	
<i>Gesamt-ARPU (Mobilfunk)**</i>	12,0	11,2	10,2	

\* In % der Umsatzerlöse und sonstigen Erträge

\*\* Der Gesamt-ARPU ist definiert als durchschnittlicher Bruttodienstleistungsumsatz pro Monat dividiert durch die Anzahl der Kunden. Der Dienstleistungsumsatz enthält Umsätze für Telefonie, Messaging-Dienste, Datendienste, Roaming und Zusammenschaltungsentgelten einschließlich Aktivierungs- und Monatsgebühren.

Quelle: PwC Analyse, E-Plus

## **2. Ermittlung des Unternehmenswerts von E-Plus**

### **2.1. Bewertungsbasis**

#### **2.1.1. Vorgehensweise und grundlegende Prämissen**

115. Im Folgenden geben wir einen Überblick über das methodische Vorgehen bei der Ableitung des Unternehmenswerts von E-Plus.
116. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens bzw. des operativen Geschäfts sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zusammen. Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über ein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Dieses Vermögen kann frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. Es ist im Rahmen der Unternehmensbewertung gesondert zu bewerten. Bei E-Plus ist auskunftsgemäß kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden.
117. Zur Ermittlung des Ertragswertes aus dem operativen Geschäft ist eine Prognose für einen Detailplanungszeitraum (Phase I) und den daran anschließenden Zeitraum (Phase II; sogenannte ewige Rente) anzustellen. Für die Phase I lag uns die Planungsrechnung der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018 vor, die wir zunächst auf Basis einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2011 bis 2012 und die Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 plausibilisiert haben. Hierzu wurden für die Vergangenheit außerordentliche Ergebnisbestandteile identifiziert und eine bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet. Die weitere Plausibilisierung der Planannahmen erfolgte auf Grundlage der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planungsdokumentation, den erteilten Auskünften sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten.
118. Gegenstand der Ertragswertermittlung ist zunächst die Ableitung künftiger Ergebnisse vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT). Für das nachhaltige EBIT ab 2019 (Phase II) wurden im Grundsatz die Ansätze des letzten Planjahres modifiziert um eine nachhaltige Wachstumsrate fortgeschrieben. Des Weiteren waren in der Phase II anstelle der Abschreibungen Reinvestitionsraten anzusetzen. Dabei wurden ergänzende Überlegungen angestellt.
119. Das Zinsergebnis der E-Plus wurde für den Planungszeitraum aus einer Finanzbedarfsrechnung auf Basis einer Bilanzplanung abgeleitet. Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn, ausschüttbares Jahresergebnis) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Entsprechend den geltenden allgemeinen Bewertungsgrundsätzen sind wir von einer Ausschüttung der handelsrechtlichen Ergebnisse entsprechend des vorliegenden Unternehmenskonzepts der Gesellschaft ausgegangen. In der Phase II war das Zinsergebnis an die nachhaltig angenommene Finanzierungsstruktur der E-Plus anzupassen.
120. Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern werden um Unternehmenssteuern und persönliche Steuern der Anteilseigner gekürzt. Als Unternehmenssteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag berücksichtigt.

121. Vor dem Hintergrund, dass sowohl die derzeitige Konzernmutter als auch die TDH AG als Käuferin Kapitalgesellschaften sind, haben wir E-Plus steuerlich als Kapitalgesellschaft behandelt und somit eine Körperschaftsteuerermittlung und Gewerbesteuerermittlung auf Ebene von E-Plus vorgenommen.
122. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird der objektivierte Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt.
123. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. Des Weiteren wurde die Prämisse gesetzt, dass die Anteile direkt oder indirekt im Privatvermögen gehalten werden und der Anteilsbesitz nicht die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 EStG erfüllt. Im ab 2009 geltenden Abgeltungssteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen grundsätzlich mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Bei der Bemessung der Nettoausschüttungen haben wir Steuervorteile auf Ebene der Anteilseigner berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses haben wir mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlags Rechnung getragen.
124. Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind im Abschnitt E.2.3. „Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes“ ausführlich dargelegt.



### 2.1.2. Planungsprozess

125. Die vom E-Plus Management aufgestellte und vorgelegte Planungsrechnung von E-Plus umfasst einen Planungszeitraum von fünf Jahren mit einer Detailplanung von drei Jahren und einer Fortschreibung wesentlicher Finanzkennzahlen um weitere zwei Jahre zur vollständigen Darstellung der Auswirkungen auch von mittel- und langfristigen Maßnahmen und Initiativen, z.B. dem HSPA+/LTE Netzausbau sowie des Anstiegs der Smartphone Penetration.
126. Der Planungsprozess innerhalb der KPN Gruppe beginnt in der Regel im Mai und wird am Ende des Geschäftsjahres abgeschlossen. Der Planungsprozess startet mit einer Strategiebeurteilung, die von der Geschäftsführung initiiert und von verschiedenen Abteilungen wie z.B. Corporate Control unterstützt wird. In einem zweiten Schritt stellen die Abteilungen ihre Konzepte zur bestmöglichen Umsetzung der von der Geschäftsführung gesetzten Vorgaben vor. Anschließend wird das konkrete Budget aufgestellt und in der zweiten Hälfte des Oktobers an Corporate Control übermittelt.
127. Die wesentlichen Annahmen der Planungsrechnung werden vorrangig auf Segmentebene definiert und geplant (bottom-up). Diese Annahmen betreffen die wichtigsten Bestandteile der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung sowie den Personalbestand. Die Planungsrechnung wird für das erste Jahr nach Monaten, für das zweite Jahr nach Quartalen und nachfolgend für jeweils ein gesamtes Jahr aufgestellt. Anschließend werden die getroffenen Annahmen kritisch überprüft und schließlich von der Geschäftsführung verabschiedet.
128. Der Planungsprozess endet mit der Vorlage der strategischen Planungsrechnung an den Aufsichtsrat von KPN, in der diesem die wesentlichen Annahmen und Finanzkennzahlen ergänzt durch eine Risikoeinschätzung vorgestellt werden. Abschließend genehmigt der Aufsichtsrat die Planungsrechnung der nächsten drei Jahre.
129. Die unserer Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planungsrechnung wurde durch die Geschäftsleitung der KPN am 24. Oktober 2013 genehmigt und dem KPN Aufsichtsrat am 18. November 2013 vorgelegt. Anschließend wurde die Planungsrechnung durch den KPN Aufsichtsrat verabschiedet.

### 2.1.3. Planungstreue

130. Zur Analyse der Planungstreue haben wir die Unternehmungsplanung für die Geschäftsjahre 2011, 2012 und das laufende Geschäftsjahr (Ende Q3) 2013 den entsprechenden tatsächlichen Werten für das jeweilige Jahr gegenübergestellt.
131. Die Ergebnisse der Analyse zur Planungstreue werden in der untenstehenden Tabelle zusammengefasst:

#### E-Plus - Plan- Ist-Analyse

mEUR	Budget	Ist	Delta	Budget	Ist	Delta	Budget	Ist	Delta
	2011	2011		2012	2012		YTD	YTD	
Umsatzerlöse und sonstige Erträge	3.162	3.236	74	3.510	3.393	(117)	2.379	2.354	(25)
OPEX, Personal und sonstige Kosten	(1.841)	(1.883)	(42)	(2.093)	(2.104)	(11)	(1.735)	(1.659)	76
<b>EBITDA</b>	<b>1.321</b>	<b>1.353</b>	<b>32</b>	<b>1.417</b>	<b>1.289</b>	<b>(128)</b>	<b>644</b>	<b>695</b>	<b>51</b>
Abschreibungen	(668)	(650)	18	(639)	(747)	(108)	(583)	(717)	(134)
<b>EBIT</b>	<b>653</b>	<b>703</b>	<b>50</b>	<b>778</b>	<b>542</b>	<b>(236)</b>	<b>61</b>	<b>(22)</b>	<b>(83)</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>784</b>	<b>892</b>	<b>108</b>	<b>849</b>	<b>1.049</b>	<b>200</b>	<b>221</b>	<b>190</b>	<b>(31)</b>

Quelle: PwC Analyse, E-Plus

132. Im Geschäftsjahr 2011 haben die tatsächlichen Umsätze die Planung um EUR 74 Mio. oder 2,3% übertroffen. Ausschlaggebend waren ein unerwartet starkes Prepaid-Geschäft (Kundenwachstum und ARPU lagen über Plan) als Folge der Einführung sehr flexibler Tarifoptionen sowie höhere sonstige Erträge.
133. Als Folge der positiven Umsatzentwicklung überschritten auch tatsächliche OPEX, Personal und sonstige Kosten das Budget um 2,3%.
134. Bei EBITDA und EBIT wurden im Geschäftsjahr 2011 die budgetierten Werte um 2,4% bzw. 7,7% übertroffen.
135. Der Free Cash Flow fiel aufgrund von Umsatzsteigerungen und nicht geplanten Verbesserungen des Working Capitals um EUR 108 Mio. bzw. 13,8% höher aus als erwartet.
136. Im Geschäftsjahr 2012 führten rückläufige Telefonie- und Messaging-Umsätze zu einer Planunterschreitung der Umsatzerlöse und sonstigen Erträge um 3,3%. Der negative Effekt auf den Gesamt-ARPU infolge des zunehmenden Wettbewerbs durch OTT-Anbieter fiel insgesamt stärker aus als erwartet. E-Plus reagierte auf diese Entwicklung im Geschäftsjahr 2012 mit einer Anpassung der Tarifstruktur und der Einführung neuer Tarife mit gebündelten Telefonie- und Datentarifen sowie einer SMS Option (z.B. Allnet-Flat). Der Rückgang des ARPU wurde teilweise durch höhere Umsätze mit Mobilfunkendgeräten sowie höheren Zahlungen von Netzwerkpartnern kompensiert. Zusätzlich hatte die Veräußerung von Vermögenswerten, die nicht zum Kerngeschäft gehören, einen positiven Effekt auf das EBITDA.
137. Im Geschäftsjahr 2012 konnten Kostenoptimierungsmaßnahmen bei OPEX, Personal und sonstigen Kosten den Umsatzrückgang nicht vollständig kompensieren. Zusätzlich wirkten sich außerordentliche Effekte negativ auf das Ergebnis aus. Im Resultat blieb das EBITDA um 9,0% und das EBIT um 30,3% hinter dem Budget zurück.

138. Trotzdem hat E-Plus den geplanten Free Cash Flow um EUR 200 Mio. übertroffen, was im Wesentlichen auf die Veräußerung der Funktürme zurückzuführen ist.
139. Im laufenden Geschäftsjahr (Ende Q3) 2013 blieben die tatsächlichen Umsätze aufgrund eines Rückgangs des Geschäfts mit Telefonie und Messaging um EUR 25 Mio. oder 1,1% hinter dem Budget zurück. Der Umsatzrückgang konnte teilweise durch hohe Smartphone-Umsätze und positive außerordentliche Effekte aus einer IFRS-Umsatzanpassung in Höhe von EUR 29 Mio. kompensiert werden.
140. OPEX, Personal und sonstige Kosten fielen um EUR 76 Mio. niedriger aus als budgetiert. Ursächlich hierfür waren außerordentliche Effekte durch eine Bewertungsanpassung einer Rückbauverpflichtung (EUR 37 Mio.) und die Auflösung einer Restrukturierungsrückstellung (EUR 6 Mio.).
141. Die Abschreibungen sind hauptsächlich aufgrund von Sonderabschreibungen in Höhe von EUR 123 Mio. in Verbindung mit der Anpassung der ökonomischen Nutzungsdauer von Vermögenswerten des Netzes und der Beendigung eines IT-Projekts um EUR 134 Mio. vom Budget abgewichen.
142. Im Ergebnis führen die hohen außerordentlichen Effekte im Geschäftsjahr 2013 zur Nichterreichung des budgetierten EBITDA und Free Cashflow.
143. Unter Berücksichtigung der außerordentlichen Effekte ist die Planung generell mit der tatsächlichen Ertragslage vergleichbar. Aufgrund unserer Analyse kommen wir zu der Einschätzung, dass die Unternehmensplanung grundsätzlich eine geeignete Basis für unsere Unternehmensbewertung darstellt.

## 2.2. Erwartete Nettoausschüttungen des operativen Geschäfts

### 2.2.1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)

#### a) Detailplanungsphase

144. In nachfolgender Tabelle ist die bereinigte GuV für das Geschäftsjahr 2013 (Hochrechnung) und die Planungsrechnung für die Jahre 2014 bis 2018 (Plan) dargestellt:

#### E-Plus - Planungsrechnung

in Mio. EUR	Hochrechnung bereinigt 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	CAGR 13-18
Umsatzerlöse	3.068	3.120	3.220	3.331	3.447	3.569	3,1%
Sonstige Erträge	52	43	40	41	41	41	(4,9%)
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>3.120</b>	<b>3.163</b>	<b>3.260</b>	<b>3.371</b>	<b>3.487</b>	<b>3.609</b>	3,0%
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(917)	(899)	(881)	(825)	(845)	(866)	(1,1%)
Personalaufwand	(339)	(357)	(312)	(295)	(295)	(295)	(2,7%)
Sonstige Aufwendungen	(1.022)	(975)	(956)	(984)	(993)	(1.002)	(0,4%)
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(2.278)</b>	<b>(2.231)</b>	<b>(2.149)</b>	<b>(2.104)</b>	<b>(2.133)</b>	<b>(2.163)</b>	(1,0%)
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)</b>	<b>842</b>	<b>932</b>	<b>1.111</b>	<b>1.267</b>	<b>1.354</b>	<b>1.446</b>	11,4%
Abschreibungen	(858)	(1.060)	(1.075)	(1.018)	(1.010)	(1.004)	3,2%
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>(16)</b>	<b>(128)</b>	<b>37</b>	<b>249</b>	<b>344</b>	<b>442</b>	n.a.
Umsatzwachstum pro Jahr	(3,7%)	1,7%	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%	
EBITDA-Marge*	27,0%	29,5%	34,1%	37,6%	38,8%	40,1%	
EBIT-Marge*	(0,5%)	(4,1%)	1,1%	7,4%	9,9%	12,2%	

\* In % der Umsatzerlöse und sonstigen Erträge

Quelle: PwC Analyse, E-Plus

145. Die Umsätze umfassen Dienstleistungsumsätze für Telefonie, Messaging, Daten und Roaming sowie Umsätze aus der Veräußerung von Hardware.
146. Die bereinigten Umsätze sinken im Geschäftsjahr 2013 auf EUR 3.068 Mio. (-3,7%), bevor sie im Zeitraum der Detailplanungsphase wieder aufgrund des geplanten Wachstums der Kundenbasis ansteigen. Für das Geschäftsjahr 2018 wird ein Umsatz von EUR 3.569 Mio. prognostiziert. Das E-Plus Management erwartet, dass das gegenwärtige Niveau der Kündigungsquote (sogenannte Churn Rate) durch die aus der Sicht des Kunden verbesserte Breitbandabdeckung reduziert werden kann. Außerdem soll E-Plus zusätzlich von der Mehrmarkenstrategie und einer hohen Kundenzufriedenheit profitieren. Das Wachstum wird des Weiteren durch die zunehmende Smartphone-Penetration als Folge der verstärkten Datennutzung, die zunehmend Telefonie- bzw. Messaging-Dienste ersetzt, getrieben. Der Gesamt-ARPU soll sich erwartungsgemäß durch die Monetarisierung von Datendiensten stabilisieren.
147. Wir haben die Umsatzentwicklung der Planungsrechnung auf Basis der historischen Umsatzentwicklung sowie ihrer wesentlichen Wachstumstreiber einschließlich der zugrundeliegenden Annahmen analysiert; dies geschah insbesondere für die Kundenbasis und den

ARPU. Das erwartete Kundenwachstum liegt über der Marktentwicklung. Die historische Analyse zeigt, dass E-Plus das Marktwachstum bereits in den Geschäftsjahren 2011 bis 2013 übertreffen und den Marktanteil um 8 Prozentpunkte in 2012 und um einen weiteren Prozentpunkt im laufenden Geschäftsjahr 2013 ausbauen konnte. Der prognostizierte Gesamt-ARPU („Blended ARPU“) sinkt in den ersten Jahren des Planungszeitraums. In den späteren Planungsjahren kann durch die zunehmende Monetarisierung von Datendiensten der Rückgang des Gesamt-ARPU aufgehalten werden, bevor dieser am Ende der Planungsperiode wieder moderat wächst. Insgesamt plant E-Plus mit einem Umsatzwachstum von durchschnittlich 3,0% p.a. im Planungszeitraum und geht somit von einer im Vergleich zu den Geschäftsjahren 2011 bis 2013 verbesserten Entwicklung aus.

148. Die sonstigen Erträge werden nach einem Rückgang im Geschäftsjahr 2014 von EUR 52 Mio. auf EUR 43 Mio. in der Planungsperiode weitestgehend konstant geplant.
149. Materialaufwand und bezogene Leistungen umfassen Zusammenschaltungskosten, Materialaufwand für Hardware, Mietkosten für Basisstationen und Mietleitungen. Im Planungszeitraum sollen die Materialaufwendungen und bezogenen Lieferungen von EUR 917 Mio. im Geschäftsjahr 2013 auf EUR 866 Mio. im Geschäftsjahr 2018 zurückgehen. Diese Entwicklung ergibt sich aus verschiedenen nachfolgend dargestellten Entwicklungen.
150. Die Zusammenschaltungskosten sollen aufgrund niedrigerer Roaming-Kosten sowie der Verschiebung von Telefonie- und Messaging- hin zu Datendienstleistungen bis zum Geschäftsjahr 2016 sinken. In den Folgejahren steigen die Zusammenschaltungskosten in etwa proportional zum Service Umsatz an. Die Mietkosten für Basisstationen und Mietleitungen nehmen infolge des geplanten Netzausbaus ebenfalls zu. Für die Geschäftsjahre 2014 und 2015 wird erwartet, dass sich die steigende Smartphone-Penetration in steigenden Materialaufwendungen für Hardware niederschlagen wird. Anschließend wird von abnehmenden Hardware-Kosten infolge sinkender Kaufpreise für Smartphones bei gleichbleibender Stückzahl ausgegangen.
151. Nach einem Anstieg der Personalkosten von EUR 339 Mio. auf EUR 357 Mio. (5,4%) im Geschäftsjahr 2014 im Zuge der Ausweitung des Filialnetzes, wird für das Geschäftsjahr 2016 eine Reduktion der Personalkosten auf EUR 295 Mio. durch den Abbau von Mitarbeitern ohne direkten Kundenkontakt und einen verbesserten Online-Vertriebskanal geplant.
152. Die sonstigen Aufwendungen betreffen an Händler gezahlte Provisionen, Werbung und Marketing, IT-Infrastruktur, Energie sowie administrative und andere Aufwendungen. Aufwendungen für an Händler gezahlte Provisionen, Werbung und Marketing sollen durch einen stärkeren Fokus auf die eigenen (captive) Vertriebskanäle - insbesondere durch die Erweiterung des Filialnetzes und eine zunehmende Bedeutung des Online-Kanals für die Kundenakquise - sinken. Während Werbung- und Marketing-Aufwendungen stabil geplant werden, sollen durch IT-Optimierungsmaßnahmen die Aufwendungen für IT-Infrastruktur erwartungsgemäß um 12% sinken. Die administrativen und anderen Aufwendungen werden im Planungszeitraum als konstant angenommen.
153. Nachdem das EBITDA im Geschäftsjahr 2013 deutlich rückläufig war, wird erwartet, dass die beschriebenen Maßnahmen in den Folgejahren zu einem erneuten Wachstum des EBITDA auf EUR 1.446 Mio. mit einem entsprechendem Margenanstieg von 27,0% auf 40,1% beitragen.
154. Die Abschreibungen umfassen die Abschreibungen auf Lizenzen, Netzelemente und der im Zusammenhang mit dem Finanzierungsleasing aktivierten Vermögenswerte. Die Entwicklung der

Abschreibungen wird hauptsächlich durch die beschriebene Ausweitung des Finanzierungsleasings im Zusammenhang mit der geplanten Steigerung der Smartphone-Penetration in der Kundenbasis sowie Investitionen in das Netz getrieben. Ab dem Geschäftsjahr 2016 sinken die Abschreibungen infolge sinkender Lizenzabschreibungen und eines Rückgangs des Finanzierungsleasings trotz steigender Abschreibungen auf Sachanlagen infolge des Netzausbaus.

155. Die Planungsrechnung berücksichtigt weder Auktionskosten für den Erwerb noch für die Verlängerung von Mobilfunklizenzen. Die notwendigen Auktionskosten bilden wir über die Reinvestitionsrate in Phase II ab.
156. Wegen der vergleichsweise geringen Schwankung der Abschreibungen in der Planungsperiode stimmt die erwartete Entwicklung des EBITDA im Wesentlichen mit der des EBIT überein. Der geplante EBIT-Anstieg von EUR -16 Mio. im Geschäftsjahr 2013 auf EUR 442 Mio. im Geschäftsjahr 2018 bedeutet einen Anstieg der EBIT-Marge auf 12,2% im Geschäftsjahr 2018.
157. Vor dem Hintergrund der Annahme eines deutlichen Umsatzwachstums bei gleichzeitiger kontinuierlicher Kostenoptimierung erachten wir die Planungsrechnung und insbesondere das geplante EBITDA-Wachstum in den nächsten fünf Jahren als ambitioniert.
158. Das Umsatzwachstum von 3,0% (2,6% Veränderung bei den Service Umsätzen) liegt oberhalb der Markterwartungen (vgl. D Markt und Wettbewerb). Haupttreiber ist das geplante Wachstum der Kundenbasis, das auch in der Vergangenheit in diesem Umfang erreicht wurde. Unsere Analyse zeigt, dass E-Plus in den letzten zehn Jahren seine Umsätze um durchschnittlich 4,0% pro Jahr steigern konnte. Angesichts des geplanten Netzausbaus und der dadurch zu erreichenden deutlichen Verbesserungen in der Netzqualität und dem zu erwartenden Wachstum der Datennutzung kommen wir zu der Einschätzung, dass das Umsatzwachstum am oberen Ende einer plausiblen Bandbreite liegt.
159. Auf Basis der zur Verfügung gestellten Dokumente und Erläuterungen durch das E-Plus Management erscheinen die geplanten Maßnahmen zur Verbesserung der Kostenstruktur plausibel. Historisch hat E-Plus unter Beweis gestellt, dass durch striktes Kostenmanagement das EBITDA in den letzten zehn Jahren kontinuierlich mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 6,7% und damit um 2,7 Prozentpunkte höher als die Umsätze gesteigert werden konnten.
160. Die für das Ende des Detailplanungshorizonts geplante EBITDA-Marge von 40,1% erscheint vor dem Hintergrund bereits historisch erreichter EBITDA-Margen von über 40%, der absoluten EBITDA-Entwicklung in der Vergangenheit und Vergleichen mit anderen Mobilfunknetzbetreibern plausibel. Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung des neuen Finanzierungsleasing-Modells, das zum Ausweis bestimmter Hardware-Kosten unterhalb des EBITDAs führt.
161. Zusammenfassend erachten wir die beschriebene Planungsrechnung und die zugrundeliegenden Annahmen als plausibel und somit geeignet für die folgende Unternehmensbewertung von E-Plus.

## b) Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in der ewigen Rente

162. Zur Ableitung des Ergebnisses vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) für den Zeitraum der ewigen Rente haben wir – ausgehend vom Detailplanungszeitraum – die künftige Ertragskraft von E-Plus bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung abgeschätzt.
163. Dazu wurden in einem ersten Schritt die von E-Plus für das Geschäftsjahr 2018 geplanten Umsätze in eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt. Unter Berücksichtigung unserer Analysen und des erwarteten Marktwachstums erachten wir den für das Geschäftsjahr 2018 geplanten Umsatz als ein nachhaltig erreichbares Umsatzniveau. Unter der Annahme, dass E-Plus die Inflation in Anbetracht des intensiven Wettbewerbs nicht vollständig an seine Kunden weiterleiten können, haben wir eine nachhaltige Wachstumsrate von 0,5% p.a. angenommen.
164. Anschließend wurde in einem zweiten Schritt der für die Phase II prognostizierte Umsatz mittels einer nachhaltigen EBITDA-Marge auf ein nachhaltiges EBITDA übergeleitet. Als nachhaltige EBITDA-Marge haben wir die EBITDA-Marge des letzten Planjahres unterstellt. Wir gehen nicht davon aus, dass es nach dem Geschäftsjahr 2018 noch materielle Absenkungen der Terminierungsentgelte geben wird. Die positiven Effekte aus einer sinkenden Materialaufwandsquote infolge einer verstärkten Datennutzung kompensieren inflationäre Anstiege der übrigen Kosten, wie beispielsweise Personalkosten, so dass die EBITDA-Marge insgesamt konstant gehalten werden kann.
165. Die nachhaltige Reinvestitionsrate haben wir auf Basis unserer Analysen des deutschen Mobilfunkmarktes und von Diskussionen mit dem Management von E-Plus sowie öffentlich zugänglichen Informationen zu anderen Mobilfunknetzbetreibern in vergleichbar entwickelten europäischen Märkten abgeleitet. Darüber hinaus haben wir die von E-Plus im Planungszeitraum angenommenen Investitionen sowie notwendige zukünftige Investitionen in Mobilfunklizenzen sowie Hardware bei der Festlegung der nachhaltigen Reinvestitionsrate berücksichtigt. Im Ergebnis haben wir in der ewigen Rente Investitionen in Höhe von EUR 890 Mio. p.a. angenommen.

### E-Plus - Das Betriebsergebnis in der ewigen Rente

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
Umsatzerlöse	3.120	3.220	3.331	3.447	3.569	3.587
Sonstige Erträge	43	40	41	41	41	41
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>3.163</b>	<b>3.260</b>	<b>3.371</b>	<b>3.487</b>	<b>3.609</b>	<b>3.628</b>
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(899)	(881)	(825)	(845)	(866)	(870)
Personalaufwand	(357)	(312)	(295)	(295)	(295)	(297)
Sonstige Aufwendungen	(975)	(956)	(984)	(993)	(1.002)	(1.007)
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(2.231)</b>	<b>(2.149)</b>	<b>(2.104)</b>	<b>(2.133)</b>	<b>(2.163)</b>	<b>(2.174)</b>
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)</b>	<b>932</b>	<b>1.111</b>	<b>1.267</b>	<b>1.354</b>	<b>1.446</b>	<b>1.454</b>
Abschreibungen	(1.060)	(1.075)	(1.018)	(1.010)	(1.004)	(890)
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>(128)</b>	<b>37</b>	<b>249</b>	<b>344</b>	<b>442</b>	<b>564</b>
<i>Umsatzwachstum pro Jahr</i>	1,7%	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%	0,5%
<i>EBITDA-Marge*</i>	29,5%	34,1%	37,6%	38,8%	40,1%	40,1%
<i>EBIT-Marge*</i>	(4,1%)	1,1%	7,4%	9,9%	12,2%	15,5%

\* In % der Umsatzerlöse und sonstigen Erträge

Quelle: E-Plus, PwC Analyse

### 2.2.2. Nettoausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern

166. Die prognostizierte EBIT-Reihe haben wir unter Berücksichtigung des Zinsergebnisses und der Ertragsteuern der Gesellschaft und der Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner nach persönlichen Ertragsteuern wie folgt ab:

#### E-Plus - Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>(128)</b>	<b>37</b>	<b>249</b>	<b>344</b>	<b>442</b>	<b>564</b>
Zinsergebnis	(13)	(15)	(12)	(11)	(10)	(10)
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>(141)</b>	<b>22</b>	<b>237</b>	<b>333</b>	<b>432</b>	<b>554</b>
Ertragssteuern	-	(4)	(42)	(108)	(138)	(179)
<b>Ausschüttungsfähiges Ergebnis</b>	<b>(141)</b>	<b>18</b>	<b>195</b>	<b>226</b>	<b>294</b>	<b>374</b>
Thesaurierung	141	(18)	(123)	-	-	(187)
<b>Ausgeschüttetes Ergebnis</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>72</b>	<b>226</b>	<b>294</b>	<b>187</b>
Persönliche Ertragssteuern	-	-	(19)	(60)	(77)	(49)
<b>Nettoausschüttung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>53</b>	<b>166</b>	<b>216</b>	<b>138</b>
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	187
Persönliche Ertragssteuer auf fiktive Hinzurechnung	-	-	-	-	-	(25)
<b>Wertbeitrag aus Thesaurierung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>162</b>
Veränderung 'Net Debt' zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote	-	-	-	-	-	(0)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>53</b>	<b>166</b>	<b>216</b>	<b>300</b>

Quelle: PwC Analyse

167. Das Zinsergebnis ist ausgehend vom Vermögenstatus der E-Plus zum 31. Dezember 2013 und einer von uns erstellten integrierten Fortschreibung der Bilanz- und Finanzplanung abgeleitet worden. Hierbei wurden neben den geplanten Investitionen und Abschreibungen Prognosen zur weiteren Entwicklung des sogenannten Netto-Umlaufvermögens und langfristiger Rückstellungen berücksichtigt.
168. Das verzinsliche Fremdkapital der Gesellschaft betrifft Finanzierungsleasing-Verbindlichkeiten. Die Zinsen entsprechen der periodenspezifisch geplanten Verzinsung der Finanzierungsleasing-Verbindlichkeiten und schwanken zwischen 3,2% und 3,6% p.a. im Planungszeitraum.
169. Bei den betrieblichen Ertragsteuern haben wir Körperschaft- und Gewerbesteuer berücksichtigt. Der Körperschaftsteuersatz beträgt 15,83% inkl. Solidaritätszuschlag und der Gewerbesteuersatz ergibt sich auf Basis eines Hebesatzes von 441% mit 15,45%.
170. Sofern keine handelsrechtliche Ausschüttungssperre greift, haben wir für den Detailplanungszeitraum eine Ausschüttungsquote von 100% unterstellt. Für die Phase der ewigen Rente haben wir angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten der Gesellschaft äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist und für thesaurierte Mittel eine wertneutrale Wiederanlage erfolgt. Hierbei sind wir von einer markttypischen Ausschüttungsquote von 50%



ausgegangen. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden auf Basis dieser Annahme dem Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet und führen somit bewertungstechnisch nicht zu einer Veränderung des nachhaltigen Zinsergebnisses.

171. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungssteuer von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5% ausgegangen. Thesaurierungen und organisches Wachstum der finanziellen Überschüsse führen zu Wertsteigerungen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2% (inkl. Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.
172. Des Weiteren haben wir zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote die Veränderung der Nettofinanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR -0,3 Mio. berücksichtigt. In der ewigen Rente haben wir ein Wachstum von 0,5% pro Jahr unterstellt. Dieses Wachstum ist sowohl den Eigen- als auch den Fremdkapitalgebern zuzurechnen. Um die Verschuldungsquote konstant zu halten, muss folglich auch das Fremdkapital um 0,5% p.a. anwachsen.

## 2.3. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

173. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Anlage in der nächstbesten Alternative. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen. Im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und der Kapitalisierungszinssatz ist ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.
174. Bei Renditen für Unternehmensanteile wird üblicherweise zwischen den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag differenziert. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

### 2.3.1. Basiszinssatz

175. Für die Ableitung des Basiszinssatzes sind wir entsprechend der Empfehlung des IDW von einer Zinsstrukturkurve ausgegangen, die wir unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt haben. Bei den verwendeten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von (quasi) risikofreien Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, errechnet wurden.
176. Die ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die gebotene Einhaltung der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativenanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.
177. Auf der Basis der ermittelten Zinsstrukturkurve halten wir auf Monatsbasis und unter Berücksichtigung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse einen einheitlichen Basiszinssatz von 2,75 % vor persönlichen Ertragsteuern für angemessen. Dieser Basiszinssatz wurde unter Berücksichtigung unserer Erkenntnisse bis zum Abschluss der Bewertungsarbeiten abgeleitet. Der Basiszinssatz ist – konsistent zu den bei der Ableitung der Risikoprämie getroffenen Annahmen – um den persönlichen Steuersatz von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag (insgesamt 26,4%) zu kürzen.

### 2.3.2. Risikozuschlag

#### Marktrisikoprämie

178. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelten. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) eingehen, ist ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
179. Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das so genannte Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) herangezogen.
180. Auf der Grundlage des Tax-CAPM erhält man die unternehmensspezifische Risikoprämie durch Multiplikation des so genannten Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
181. Die künftig erwartete Marktrisikoprämie lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, beispielsweise auf Basis eines Aktienindex, und den Renditen (quasi) risikofreier Kapitalmarktanlagen abschätzen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich 5% bis 6% höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlagen. Unter Berücksichtigung der derzeit geltenden Steuergesetzgebung und der getroffenen steuerlichen Typisierung sind wir für die Bewertung von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% ausgegangen.

#### Beta Faktor E-Plus

182. Da E-Plus nicht börsengehandelt ist, kann für dieses Unternehmen ein eigener Beta-Faktor nicht empirisch ermittelt werden und es musste stattdessen auf Beta-Faktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen zurückgegriffen werden. Ausgangspunkt war daher die Ableitung des durchschnittlichen unlevered Beta-Faktors eines Portefeuilles von Vergleichsunternehmen. Zur Ableitung der Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen haben wir auf Kapitalmarktdaten von Capital IQ, New York, NY/USA zurückgegriffen.
183. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Produkte anbieten, und denselben Marktstrukturen, bzw. einem ähnlichen Wettbewerb unterliegen. In Einzelfällen bieten sich auch

Vergleichsunternehmen anderer Branchen an, sofern die wesentlichen wertrelevanten Merkmale, wie z.B. die Marktstruktur oder Produktmerkmale übereinstimmen. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.

184. Im vorliegenden Fall wurde anhand der oben genannten Vorgehensweise im ersten Schritt eine Gruppe potenzieller Vergleichsunternehmen identifiziert, die entweder im selben Markt oder in derselben Branche wie E-Plus aktiv sind. Es wurden davon diejenigen Unternehmen in die Vergleichsgruppe aufgenommen, die sich auf Grund ihres Geschäftsmodells mit E-Plus vergleichen lassen. Dafür wurden die folgenden Kriterien herangezogen:

- Unternehmen mit einem vergleichbaren Angebotsspektrum, d.h., dass die Peer Group Unternehmen zumindest einen signifikanten Anteil ihrer Umsätze mit mobilen Telekommunikationsdiensten generieren.
- Unternehmen, welche in Ländern mit einer vergleichbaren Marktstruktur und ähnlichen Risikoprofilen agieren und daher ein ähnliches Risikoprofil aufweisen, wie z.B. Unternehmen, die in entwickelten europäischen Märkten operieren oder aber Unternehmen, die direkt im deutschen Mobilfunkmarkt aktiv sind.

185. Unter Berücksichtigung dieser Kriterien haben wir die folgenden kapitalmarktorientierten Unternehmen aus der Gesamtheit der untersuchten Unternehmen als mögliche Vergleichsunternehmen identifiziert:

- Deutsche Telekom AG, Bonn/Deutschland

186. Die Deutsche Telekom AG ist ein integriertes Telekommunikationsunternehmen und hat seine Hauptabsatzmärkte in Deutschland und den Vereinigten Staaten. Das Unternehmen bietet Festnetz- und Mobilfunkdienste wie Telefonie und Datenkommunikation an, verkauft aber ebenfalls Mobiltelefone und andere Hardware an Privat- und Geschäftskunden. Ende September 2013 hatte die Deutsche Telekom AG ungefähr 140 Mio. Mobilfunkkunden und 31 Mio. Festnetzkunden weltweit. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Internet Protocol TV (IPTV) Produkte, Cloud Computing Dienste und anderweitige Informations- und Kommunikationstechnologie (ICT) Lösungen für den Energie-, Gesundheits- und Automobilssektor an. Im Geschäftsjahr 2012 hat die Deutsche Telekom AG Umsätze in Höhe von EUR 58.169 Mio. erwirtschaftet. Das EBIT summierte sich zu EUR -3.810 Mio., welches eine EBIT-Marge von ungefähr -6,6% ergibt.

- Elisa Oyj, Helsinki/Finnland

187. Elisa Oyj ist ein Telekommunikationsunternehmen, das unter anderem auch ICT Lösungen anbietet. Das Privatkundensegment bietet Privatpersonen und Haushalten Telekommunikationsdienste an, wohingegen das Geschäftskundensegment sowohl Telefonie und Datendienste als auch ICT Lösungen an Unternehmen und kommunale Einrichtungen verkauft. Elisa Oyj verzeichnete im Geschäftsjahr 2012 einen Gesamtumsatz von EUR 1.553 Mio. und erreichte ein EBIT in Höhe von EUR 299 Mio. Hieraus ergibt sich eine EBIT-Marge von ungefähr 19,2%. Der Hauptabsatzmarkt des Unternehmens liegt in Finnland, aber es ist darüber hinaus auch in weiteren internationalen Märkten aktiv.

- Mobistar S.A., Brussels/Belgien
188. Mobistar S.A. bietet seinen Kunden sowohl Mobilfunk- und Festnetzdienste als auch digitale Fernsehdienste an. Das Unternehmen verkauft des Weiteren Equipment für Mobilfunktelefone an Privatpersonen und Geschäftskunden in Belgien und Luxemburg und bietet zusätzlich Roaming-Dienste und diverse B2B Applikationen an. Mobistar S.A. vertreibt seine Produkte und Dienstleistungen durch ungefähr 150 Mobistar Center, einen Onlineshop und ausgewählte Geschäftspartner. Die gesamten Umsätze im Geschäftsjahr 2012 betragen EUR 1.450 Mio. und Mobistar S.A. erreichte mit einem EBIT von EUR 277 Mio. eine EBIT-Marge von ungefähr 19,1%.
- Orange S.A. Paris/Frankreich
189. Orange bietet eine breite Palette an Festnetz- und mobilen Telekommunikationsdiensten sowie Datenübertragungs- und Multimedienetzen für Privatpersonen, Geschäftskunden und andere Telekommunikationsanbieter weltweit an. Die Hauptabsatzmärkte von Orange sind Frankreich, Spanien und Polen. Ergänzend zu Plattformdiensten, Sicherheitslösungen, Cloud Computing und Machine-to-Machine-Diensten verkauft das Unternehmen außerdem Equipment, welches in Zusammenhang mit den angebotenen Integrationsdiensten steht. Orange S.A. generierte im vergangenen Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von EUR 43.515 Mio. und erwirtschaftete ein EBIT von EUR 4.063 Mio. Die resultierende EBIT-Marge liegt bei ungefähr 9,3%.
- Sonaecom, SGPS, S.A., Maia/Portugal
190. Sonocom, SGPS, S.A. bietet weltweit integrierte Telekommunikationsdienste an. Das Unternehmen vertreibt außerdem mobile Kommunikationsdienste und mobile Fernsehdienste. Darüber hinaus stellt Sonaecom SGPS, S.A. eine Produktpalette von Roaming- und Wholesalediensten für Privatkunden, kleine und mittlere Unternehmen und andere Geschäftskunden zur Verfügung. Im Geschäftsjahr 2012 hat Sonaecom, SGPS, S.A. einen Umsatz von insgesamt EUR 4.553 Mio. und ein EBIT von EUR 191 Mio. gemeldet. Die EBIT-Marge liegt bei ungefähr 4,2%.
- Telefónica S.A., Madrid/Spanien ("TEF")
191. TEF bietet Festnetz- und Mobilfunkdienste in Europa und Lateinamerika an. Den größten Anteil der Umsätze generiert TEF in den Kernmärkten Spanien, Brasilien, Vereinigtes Königreich und Deutschland. Das Unternehmen bietet neben Mobilfunk-, Daten-, Internet-, Roaming- und Festnetzdiensten unter anderem auch mobile Bezahlösungen an. Darüber hinaus stellt TEF Wholesale-Dienste für andere Telekommunikationsanbieter bereit, was mitunter inländische Zusammenschaltungsdienste, Cloud Computing und die Anmietung von Teilnehmeranschlussleitungen („TAL“) unter Berücksichtigung des regulatorischen TAL-Rechtsrahmens einschließt. Zum 30. September 2013 hatte TEF ungefähr 314 Mio. Kundenanbindungen weltweit, wovon 252 Mio. Mobilfunkanbindungen waren. Im Geschäftsjahr 2012 erzielte TEF einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 62.356 Mio. und ein EBIT in Höhe von EUR 10.798 Mio., woraus sich eine EBIT-Marge von ungefähr 17,3% ergibt.

- Telenor ASA, Fornebu/Norwegen
192. Telenor ASA agiert weltweit als Telekommunikationsunternehmen. Das Unternehmen bietet seinen Kunden sowohl TV-basierte Dienste als auch Festnetz- und Mobilfunkdienste an. Die mobilen Telekommunikationsdienste des Unternehmens umfassen Telefonie, Daten- und Internetdienste zusätzlich zu dem Verkauf von Hardware. Zu den Festnetzdiensten gehören Telefonie, Internet- und TV-Diensten auf Basis von xDSL- sowie Glasfaseranbindungen. Telenor ASA betreibt außerdem Immobiliengeschäfte und stellt Machine-to-Machine Dienste sowie See- und Luftfahrzeug-Kommunikationslösungen bereit. Im Geschäftsjahr 2012 verbuchte Telenor ASA Umsätze in Höhe von 101.718 Mio. Norwegischen Kronen und ein EBIT in Höhe von 9.662 Mio. Norwegischen Kronen, woraus sich eine EBIT-Marge von ungefähr 9,5% ergibt.
- TeliaSonera Aktiebolag, Stockholm/Schweden
193. Die TeliaSonera Aktienbolag stellt Netzwerkzugangs- und Telekommunikationsdienste bereit. Das Mobilitätsservicesegment bietet WLAN Hotspots, mobiles Breitband und drahtlose Bürodienste für Privatkunden und Unternehmen an. Ihr Breitbandsegment umfasst neben stationärem Breitband auch TV-, Internet-, und traditionelle Telefondienste. TeliaSonera Aktienbolag agiert primär im skandinavischen, baltischen und eurasischen Raum. Das Unternehmen erreichte im Geschäftsjahr 2012 einen Umsatz in Höhe von 104.898 Mio. Schwedischen Kronen und ein EBIT in Höhe von 28.288 Mio. Schwedischen Kronen. Hieraus ergibt sich eine EBIT-Marge von ungefähr 27,0%.
- Vodafone Group Public Limited Company, Newbury/Vereinigtes Königreich
194. Vodafone Group Public Limited Company bietet seinen Kunden weltweit Telekommunikationsdienste in Form von Mobilfunk-, Festnetz- und Machine-to-Machine-Dienste an. Außerdem verkauft Vodafone Smartphones und Tablets. Das Unternehmen bietet darüber hinaus noch Hosting und Cloud Services, wie zum Beispiel Cloud Computing, an. Die Vodafone Group Public Limited Company hatte zum 30. September 2013 weltweit ungefähr 411 Mio. Kunden. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte mit Hilfe von ungefähr 15.000 Vodafone-Shops, einem Netzwerk von Vertriebspartnern und dem Internet. Die Umsätze im Geschäftsjahr 2013 beliefen sich auf GBP 44.445 Mio. Bei einem EBIT in Höhe von GBP 4.728 Mio. ergibt sich eine EBIT-Marge von ca. 10,6%.

### Übersicht der Beta-Faktoren

195. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Kapitalstrukturen der Vergleichsunternehmen haben wir über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren sog. unlevered Beta-Faktoren (Beta-Faktor eines unverschuldeten Unternehmens) für die Vergleichsunternehmen zwischen 0,1 und 0,8, ermittelt.

#### E-Plus - Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen

Unternehmen	Index	Datenpunkte	Raw Beta	Unlevered Beta
Deutsche Telekom AG	MSCI World Index	104	0,2	0,1
Elisa Oyj	MSCI World Index	104	0,7	0,5
Mobistar SANV	MSCI World Index	104	0,6	0,5
Orange S.A.	MSCI World Index	104	0,7	0,3
Sonaecom, S.G.P.S.,S.A.	MSCI World Index	104	0,7	0,4
Telefónica S.A.	MSCI World Index	104	1,1	0,6
Telenor ASA	MSCI World Index	104	0,6	0,5
TeliaSonera Aktiebolag	MSCI World Index	104	1,0	0,8
Vodafone Group plc	MSCI World Index	104	0,8	0,6
<b>Durchschnitt</b>				<b>0,5</b>

Quelle: CapitalIQ

196. Auf Basis des Mittelwerts der ermittelten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen halten wir den Ansatz eines unlevered Beta-Faktors für E-Plus von rund 0,5 für sachgerecht.
197. Den unlevered Beta-Faktor haben wir im Bewertungskalkül an die erwartete künftige Kapitalstruktur von E-Plus angepasst (sog. „Gearing“ oder „Levering“). Die Anpassung des Beta-Faktors an die jeweils aktuelle Kapitalstruktur wurde in den einzelnen Planperioden und für die Phase II vorgenommen.

### 2.3.3. Wachstumsabschlag

198. Das künftige Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet.
199. Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im so genannten Wertbeitrag aus Thesaurierungen ebenfalls in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.
200. Wie bereits in Kapitel E 2.2 „Erwartete Nettoausschüttungen des operativen Geschäfts“ ausgeführt, halten wir im Hinblick auf die Wachstumschancen sowie die mögliche Entwicklung des Marktes auf Basis der zum Ende der Detailplanungsphase gegebenen Kapitalausstattung und Unternehmenssubstanz ein jährliches Wachstum der finanziellen Überschüsse und damit einen Wachstumsabschlag von 0,5% für angemessen.

### 2.3.4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

201. In der folgenden Tabelle sind die für die zu betrachtenden Zeiträume relevanten Kapitalisierungszinssätze zusammenfassend dargestellt, wobei sich Veränderungen des Risikozuschlags aus Veränderungen der Finanzierungsstruktur im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente ergeben:

#### E-Plus - Kapitalisierungszinssatz

	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
Basiszinssatz vor pers. ESt	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Abgeltungssteuer (26,38%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)
<b>Basiszinssatz nach pers. ESt</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta-Faktor unverschuldet	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Verschuldungsgrad	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta verschuldet (periodenspezifisch)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Risikoprämie nach pers. ESt</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>
<b>Eigenkapitalkosten nach pers. ESt</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>
Wachstumsabschlag						(0,5%)
<b>Kapitalisierungszinssatz nach pers. ESt und Wachstumsabschlag</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,3%</b>

Quelle: PwC Analyse

202. Die Bandbreite der abgeleiteten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern von 4,8% bis 5,0% kann in eine Bandbreite der abgeleiteten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern von 6,0% bis 6,2% überführt werden.



## 2.4. Ertragswert des operativen Geschäfts

203. Auf Basis der vorstehend abgeleiteten zu diskontierenden Netto-Ausschüttungen an die Anteilseigner und der periodenspezifischen Ansätze des Kapitalisierungszinssatzes leitet sich der Ertragswert des operativen Geschäfts von E-Plus zum 11. Februar 2014 wie folgt ab:

### E-Plus - Ertragswert des operativen Geschäfts

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	-	-	53	166	216	300
Kapitalisierungszinssatz	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,3%
Diskontierungsfaktor	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79	18,54
<b>Diskontierte Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	-	-	46	137	170	5.560
<b>Ertragswert des operativen Geschäfts zum 31. Dezember 2013</b>	<b>5.913</b>					
<b>Ertragswert des operativen Geschäfts zum 11. Februar 2014</b>	<b>5.946</b>					

Quelle: PwC Analyse

204. Der Ertragswert des operativen Geschäfts ergibt sich aus der Summe der diskontierten Nettoausschüttungen. Die Nettoausschüttungen werden im ersten Schritt auf den 31. Dezember 2013 diskontiert und anschließend auf den Bewertungsstichtag 11. Februar 2014 aufgezinst.
205. Die Diskontierung wird mit periodenspezifischen Zinssätzen vorgenommen, die mit der sich im Zeitablauf ändernden Kapitalstruktur von E-Plus schwanken.
206. Wir haben die Annahme getroffen, dass Thesaurierungen in der ewigen Rente (Phase II) wertneutral wiederangelegt werden, d.h. dass sie Wertzuwächse in Höhe der Kapitalkosten erwirtschaften. In der ewigen Rente unterliegen diese Wertzuwächse der Kapitalertragsteuer (z.B. beim Verkauf der Anteile). Den Barwert der Wertzuwächse haben wir als Wertbeitrag aus Thesaurierung berücksichtigt.
207. Auf Grund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung, der der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist.
208. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen, wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen von 2,25% 2,50 %, 2,75 %, 3,00 % und 3,25 % berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und -vorgehensweisen unverändert bleiben.

209. Die nachstehende Tabelle zeigt die auf dieser Grundlage ermittelten Unternehmenswerte im Überblick:

### **E-Plus - Unternehmenswert Szenarioanalyse**

<b>Basiszinssatz</b>	<b>Unternehmenswert in Mio. EUR</b>
2,25%	6.583
2,50%	6.250
2,75%	5.946
3,00%	5.667
3,25%	5.411

Quelle: PwC Analyse

210. Basierend auf der von uns durchgeführten Szenarioanalyse führt eine Veränderung des Basiszinssatzes von ursprünglich 2,75% um -0,5 Prozentpunkte bzw. +0,5 Prozentpunkte zu einer Bandbreite des Unternehmenswerts von EUR 5.411 Mio. zu 6.583 Mio.

## 2.5. Liquidationswert

211. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zu Grunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Da eine überschlägige Ermittlung im vorliegenden Fall ausreichend ist, um die Annahme zu rechtfertigen, dass der ermittelte objektivierte Unternehmenswert den Liquidationswert übersteigt, wurde der genaue Liquidationswert nicht berechnet.
212. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert von E-Plus überschlägig auf Basis der letzten verfügbaren Informationen zur Vermögenslage der Gesellschaft aus dem Konzernabschluss zum 31. Dezember 2012 ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert des betriebsnotwendigen Vermögens gegenübergestellt. Auskunftsgemäß hat E-Plus kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
213. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögensgegenstände bestimmt. Wir haben bei unseren Berechnungen unterstellt, dass das Sachanlagevermögen zum Buchwert veräußert werden kann. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen überwiegend aus Geschäfts- und Firmenwerten sowie Mobilfunklizenzen. Der geschätzte Liquidationswert der Geschäfts- und Firmenwerte ist niedriger als sein Buchwert. Kundenbeziehungen können an andere Anbieter von Mobilfunkdienstleistungen verkauft werden, wohingegen Teile der Geschäfts- und Firmenwerte keinen Liquidationswert haben. Bei den sonstigen immateriellen Vermögenswerten können beispielsweise Mobilfunklizenzen nicht an andere Mobilfunknetzbetreiber verkauft, sondern lediglich ohne Gegenleistung an die zuständige Regulierungsbehörde zurückgegeben werden. Die Berücksichtigung dieser Sachverhalte alleine führt zu einem Liquidationswert der unterhalb des ermittelten Wertes des betriebsnotwendigen Vermögens liegt. Ferner reduziert die Berücksichtigung zusätzlicher Anpassungen im Liquidationsfall bei Vorräten und Forderungen den Liquidationswert noch weiter.

## 2.6. *Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren*

### 2.6.1. Grundsätzliche Vorgehensweise

214. Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.
215. Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (so genannte Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts regelmäßig niedriger.
216. Um ein umfassendes Verständnis im Rahmen der Multiplikatorbetrachtung zu entwickeln, haben wir im vorliegenden Fall unsere Analyse sowohl für Multiplikatoren, welche aus Kapitalmarktdaten abgeleitet werden können, als auch für Multiplikatoren, die aus vergleichbaren Transaktionen resultieren, durchgeführt.
217. Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung lassen sich Multiplikatoren auf Basis verschiedener Erfolgsgrößen anwenden:
- KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis): Equity Multiplikator, der die Ertragskraft des Unternehmens nach allen Aufwendungen (insbesondere nach Bedienung der Fremdkapitalgeber und nach Steuern) als Referenzgröße für den Wert des Eigenkapitals heranzieht. Die Verwendung dieses Multiplikators setzt einen vergleichbaren Verschuldungsgrad voraus.
  - EV/EBIT (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern und Zinsen): Entity Multiplikator, neutralisiert in gewissem Umfang unterschiedliche Kapitalstrukturen. Der Gesamtunternehmenswert umfasst den so genannten Marktwert des Fremdkapitals und ist insoweit vom zu ermittelnden Unternehmenswert (so genannter Marktwert des Eigenkapitals) zu unterscheiden
  - EV/EBITDA (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen): Entity Multiplikator, neutralisiert in gewissem Umfang unterschiedliche Kapitalstrukturen und setzt vergleichbare Ausgaben für abzuschreibendes Anlagevermögen voraus.

- EV/Umsatz: (Gesamtunternehmenswert zu Umsatz): Entity Multiplikator, neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen und unterstellt vergleichbare Umsatzrentabilität.

218. Weiterhin können auch nichtfinanzielle, quantitative Kennzahlen (z. B. Anzahl der Mitarbeiter) zu einer Multiplikatorbewertung herangezogen werden. Generell ist die tatsächliche Korrelation dieser Kennzahlen mit dem Unternehmenswert zu hinterfragen.

## 2.6.2. Bewertung des Unternehmens auf Basis von Multiplikatoren

### Ableitung der Multiplikatoren

219. Wir haben die kapitalmarktorientierte Bewertung von E-Plus auf Basis von Trading-Multiplikatoren des Gesamtunternehmenswertes der Vergleichsunternehmen und deren zu erwartenden EBITDA vorgenommen. Basisjahre für unsere Bewertung sind die Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015, da es für diesen Prognosezeitraum eine ausreichende Anzahl an Analystenprognosen für die Vergleichsunternehmen gibt.
220. Der EBITDA-Multiplikator resultiert aus dem Verhältnis des Gesamtunternehmenswertes zum EBITDA des jeweiligen Unternehmens. Zur Berechnung des Gesamtunternehmenswertes wurde dabei auf die Börsenkapitalisierung zuzüglich verzinslichem Fremdkapital und Minderheitenanteilen der Vergleichsunternehmen abzüglich überschüssiger Liquidität abgestellt.
221. Als Grundlage für die Ableitung der EBITDA-Multiplikatoren haben wir auf die für die Beta-Faktor-Ermittlung verwendeten Vergleichsunternehmen und Daten der Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015 des Finanzinformationsdienstleisters CapitalIQ zurückgegriffen.
222. In Einklang mit der Vorgehensweise zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes haben wir die TDH AG in der Gruppe der vergleichbaren Unternehmen für die Multiplikatoren-Analyse nicht berücksichtigt, da die TDH AG seit weniger als zwei Jahren an der Börse gelistet ist. Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren auf Basis der ausgewerteten Kapitalmarktdaten:

### E-Plus - Trading-Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen

Unternehmen	2013			2014		2015	
	EV in Mio. EUR	EBITDA- Schätzung in Mio. EUR	EBITDA- Multiplikator	EBITDA- Schätzung in Mio. EUR	EBITDA- Multiplikator	EBITDA- Schätzung in Mio. EUR	EBITDA- Multiplikator
Deutsche Telekom	95.851	17.240	5,6x	17.570	5,5x	17.851	5,4x
Elisa Oyj	3.797	499	7,6x	510	7,4x	513	7,4x
Orange S.A.	57.479	12.621	4,6x	12.251	4,7x	12.134	4,7x
Mobistar SANV	1.228	337	3,6x	321	3,8x	314	3,9x
Sonaecom, S.G.P.S., S.A.	1.140	241	4,7x	239	4,8x	242	4,7x
Telefónica, S.A.	108.051	19.689	5,5x	19.695	5,5x	19.803	5,5x
Telenor ASA	35.449	4.861	7,3x	5.194	6,8x	5.459	6,5x
TeliaSonera Aktiebolag	32.259	4.164	7,7x	4.247	7,6x	4.318	7,5x
Vodafone Group PLC*	153.404	15.161	10,1x	15.582	9,8x	16.359	9,4x

Quelle: CapitalIQ, PwC Analyse

\* Der Vodafone Multiplikator ist aufgrund der At-Equity-Konsolidierung von Verizon Wireless verzerrt. Eine mögliche Anpassung hätte allerdings keinen Einfluss auf die Resultate unserer Analyse.

### Multiplikatorbewertung

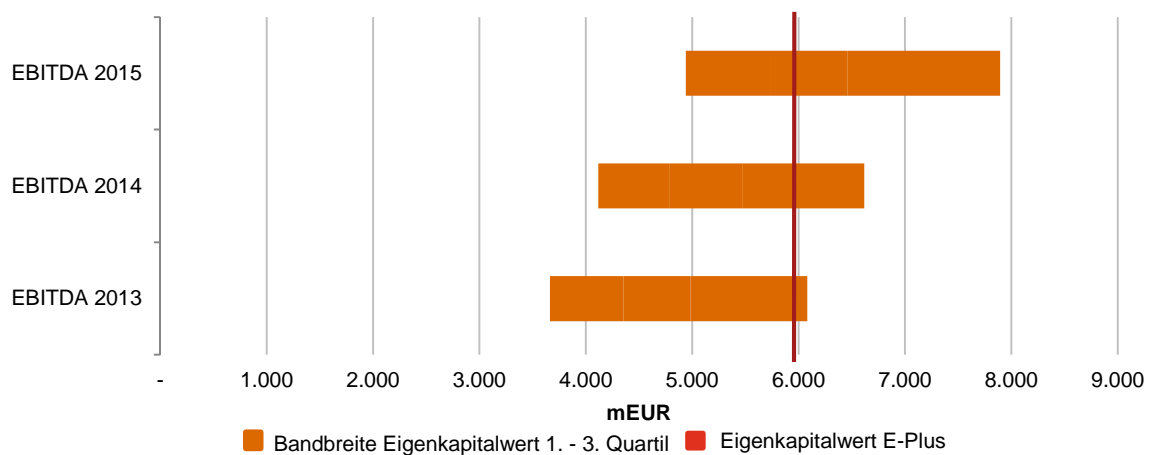
223. Wendet man die EBITDA-Trading-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf das für E-Plus im Geschäftsjahr 2013, 2014 und 2015 prognostizierte EBITDA an, ergibt sich folgendes Bild:

#### E-Plus - Trading-Multiplikator-Bewertung

	2013	2014	2015
<b>Multiplikator</b>			
1. Quartil	4,7x	4,8x	4,7x
Median	5,6x	5,5x	5,5x
Durchschnitt	6,3x	6,2x	6,1x
3.Quartil	7,6x	7,4x	7,4x
<i>EBITDA in Mio. EUR</i>	<i>842</i>	<i>932</i>	<i>1.111</i>
<b>Gesamtunternehmenswert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	3.987	4.444	5.265
Median	4.682	5.114	6.065
Durchschnitt	5.309	5.794	6.783
3.Quartil	6.405	6.942	8.221
<i>Nettofinanzverbindlichkeiten in Mio. EUR</i>	<i>326</i>		
<b>Eigenkapitalwert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	3.662	4.118	4.939
Median	4.356	4.788	5.739
Durchschnitt	4.984	5.468	6.457
3.Quartil	6.079	6.616	7.895

Quelle: CapitalIQ, PwC Analyse

#### E-Plus - Trading-Multiplikatoren (1. Quartil - 3. Quartil)



Quelle: CapitalIQ, PwC Analyse

224. Im Vergleich der EBITDA-Multiplikatoren muss berücksichtigt werden, dass E-Plus Finanzierungsleasing von Smartphones betreibt und die damit zusammenhängenden Abschreibungen

und Zinsaufwendungen unterhalb des EBITDA ausweist, während die korrespondierenden Umsätze EBITDA wirksam sind. Da es öffentlich verfügbaren Informationen nicht klar zu entnehmen ist, in welchem Umfang die Vergleichsunternehmen Finanzierungsleasing betreiben, haben wir unsere Analyse diesbezüglich nicht angepasst. Es ist daher nicht auszuschließen, dass einzelne Multiplikatoren auf Basis der gewählten Darstellungsweise verzerrt sind.

225. Auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren der Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015 der Vergleichsunternehmen, haben wir eine Bandbreite zwischen dem ersten und dritten Quartil ermittelt, wodurch das niedrigste und höchste Viertel der Multiplikatoren ausgeschlossen wird. Der resultierende Gesamtunternehmenswert von E-Plus liegt zwischen EUR 3.987 Mio. und EUR 8.221 Mio. Die Nettofinanzverbindlichkeiten in Höhe von 326 Mio. wurden als Differenz von verzinslichem Fremdkapital und überschüssiger Liquidität zum 31. Dezember 2013 berechnet. Abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten von E-Plus von rund EUR 326 Mio. ergibt sich für den Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) von E-Plus eine Bandbreite zwischen EUR 3.662 Mio. und EUR 7.895 Mio.
226. Demzufolge liegt der zuvor ermittelte Eigenkapitalwert von E-Plus ungefähr in der Mitte der aus den Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite. Wir erachten daher den ermittelten Eigenkapitalwert auf Basis des Ertragswertverfahrens als plausibel.

#### Ableitung der Transaktions-Multiplikatoren

227. Für die nachstehende Darstellung der Transaktions-Multiplikatoren haben wir Übernahmen durch strategische Investoren während der letzten zwölf Monate (Dez. 2012 bis Dez. 2013) im europäischen Telekommunikationsmarkt analysiert.
228. Für unsere Analyse haben wir Transaktionen mit einem Kaufpreis von weniger als EUR 100 Mio. von der Betrachtung ausgenommen.
229. Wir beziehen uns bei unserer Analyse auf Transaktionen, Transaktionsumfang und EBITDA-Schätzungen für ein Jahr nach der Ankündigung der Transaktion durch den Finanzinformationsdienstleister mergermarket als Ausgangspunkt für die Ermittlung der Multiplikatoren. Gemäß mergermarket ist der Transaktionsumfang als Summe des Betrages, der vom Erwerbenden für den Eigenkapitalanteil im Zielunternehmen vergütet wird und des Wertes der Nettofinanzverbindlichkeiten des Zielunternehmens, definiert.
230. Da nicht für alle Transaktionen die entsprechenden EBITDA-Informationen veröffentlicht werden, haben wir Transaktionen, für die diese Informationen nicht verfügbar waren, von der Betrachtung ausgeschlossen.
231. Auf dieser Basis ergeben sich folgende Transaktions-Multiplikatoren:

**E-Plus - Transaktions-Multiplikatoren von Telekommunikationsunternehmen**

Ank.-Datum	Abschluss-Datum	Zielunternehmen	Käufer	Kaufpreis in Mio. EUR	EBITDA Multiplikator
10/10/2013	-	DNA Ltd (12.97% Stake)	Finda Oy ; PHP Holding Oy	103	2,0
02/09/2013	-	Vodafone Italia (23% Stake)	Vodafone Group Plc	2.653	4,4
26/07/2013	25/07/2013	Ziggo B.V. (8.75% Stake)	Liberty Global Plc	487	10,1
24/06/2013	14/10/2013	Kabel Deutschland Holding AG (76.57% Stake)	Vodafone Group Plc	8.634	12,1
26/04/2013	31/07/2013	Cosmo Bulgaria Mobile EAD	Telenor ASA	717	5,3
28/03/2013	28/03/2013	Ziggo B.V. (12.65% Stake)	Liberty Global Plc	633	9,4
07/02/2013	01/10/2013	Hellas Sat (99.05% Stake)	Arabsat	155	7,0
06/02/2013	07/06/2013	Virgin Media Inc	Liberty Global Plc	18.485	9,7
17/12/2012	11/01/2013	Telenet Holding NV	Liberty Global Plc	1.972	9,2

Quelle: mergermarket, PwC Analyse

**Bewertung auf Grundlage der Transaktions-Multiplikatoren**

232. Wendet man die oben angeführten Multiplikatoren der vergleichbaren Transaktionen auf das für E-Plus im Geschäftsjahr 2013, 2014 und 2015 prognostizierte EBITDA an, ergibt sich folgendes Bild:

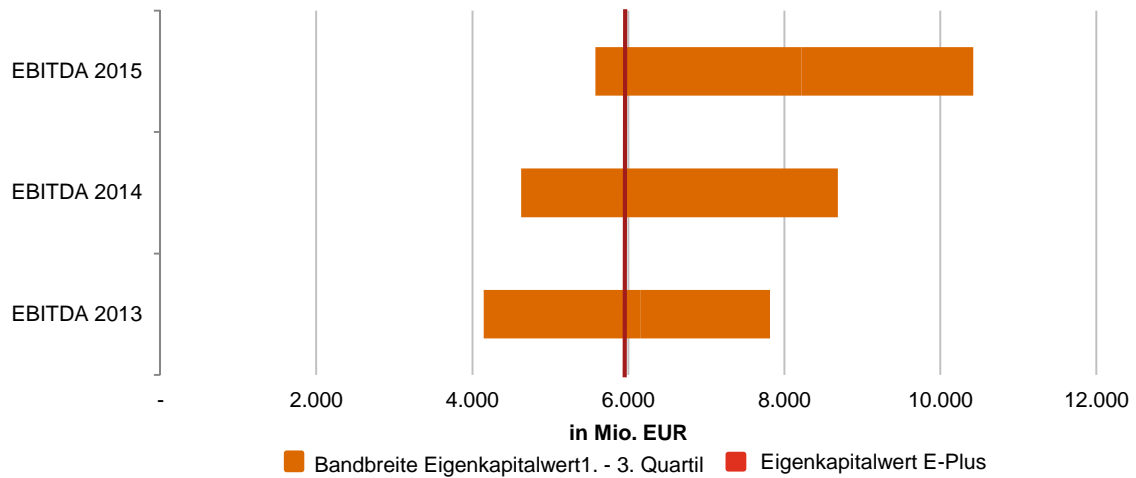
**E-Plus - Transaktions-Multiplikator Bewertung**

	2013	2014	2015
<b>Multiplikator</b>			
1. Quartil	5,3x	5,3x	5,3x
Median	9,2x	9,2x	9,2x
Durchschnitt	7,7x	7,7x	7,7x
3.Quartil	9,7x	9,7x	9,7x
<i>EBITDA in Mio. EUR</i>	<i>842</i>	<i>932</i>	<i>1.111</i>
<b>Gesamtunternehmenswert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	4.472	4.951	5.903
Median	7.731	8.559	10.205
Durchschnitt	6.477	7.170	8.549
3.Quartil	8.142	9.013	10.747
<i>Nettofinanzverbindlichkeiten in Mio. EUR</i>	<i>326</i>		
<b>Eigenkapitalwert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	4.146	4.625	5.577
Median	7.406	8.233	9.879
Durchschnitt	6.151	6.844	8.224
3.Quartil	7.816	8.687	10.421

Quelle: mergermarket, PwC Analyse



### E-Plus - Transaktions-Multiplikatoren (1. Quartil - 3. Quartil)



Quelle: mergermarket, PwC Analyse

233. Dabei ist zu beachten, dass das Finanzierungsleasing-Modell für Hardware der E-Plus einen Einfluss auf das Ergebnis unsere Analyse haben könnte (Vergleiche Textziffer 224).
234. Auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen haben wir eine Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert von E-Plus zwischen EUR 4.472 Mio. und EUR 10.747 Mio. ermittelt. Die Nettofinanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 326 Mio. wurden als Differenz zwischen verzinslichem Fremdkapital und vorhandener Liquidität zum 31. Dezember 2013 berechnet. Abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten von E-Plus von rund EUR 326 Mio. ergibt sich für den Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) von E-Plus eine Bandbreite zwischen EUR 4.146 Mio. und EUR 10.421 Mio.
235. Wie in der obigen Grafik dargestellt liegt der ermittelte Eigenkapitalwert von E-Plus innerhalb der aus den Transaktions-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite. Wir erachten daher den ermittelten Eigenkapitalwert auf Basis des Ertragswertverfahrens als plausibel.

## ***F. TDH AG***

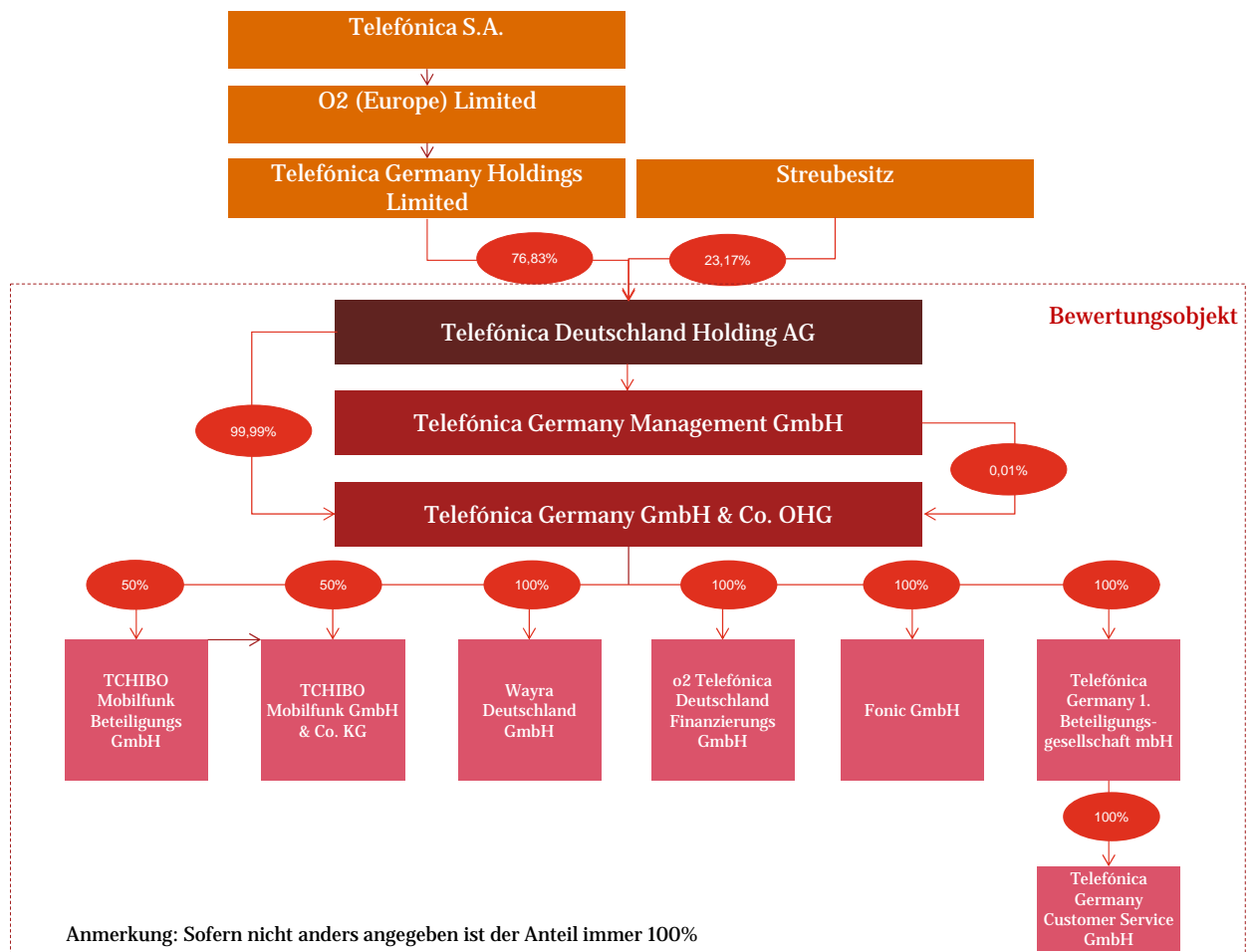
### ***1. Beschreibung des Bewertungsobjekts***

#### ***1.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse***

##### **Rechtliche Verhältnisse**

236. Die TDH AG ist eine deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in München. Gegründet wurde die TDH AG am 29. November 1995 als Viag Interkom GmbH. Der Formwechsel der Gesellschaft in eine Aktiengesellschaft erfolgte durch Beschluss der Hauptversammlung am 18. September 2012; die Eintragung in das Handelsregister datiert auf den 26. September 2012. Seitdem besteht die TDH AG als Aktiengesellschaft. Die Firma Telefónica Deutschland Holding AG wird unter der Handelsregisternummer HRB 201055 im Handelsregister beim Amtsgericht München geführt.
237. Gemäß der Satzung vom 18. September 2012 besteht der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft unter anderem in der Betätigung im In- und Ausland im Bereich der Telekommunikation, der Informationstechnologie sowie im Bereich von Multimedia-, Informations- und Unterhaltungsangeboten, von mobilen Zahlssystemen und sonstigen Zahlungslösungen sowie dem Vertrieb von Produkten und die Erbringung von Vermittlungs- und Serviceleistungen, die mit den vorgenannten oder verwandten Bereichen im Zusammenhang stehen, einschließlich des Vertriebs von Hardware und Versicherungslösungen.
238. Die Organe der TDH AG sind der Vorstand, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. Die Verantwortlichkeiten und Befugnisse der Organe sind durch die Satzung, die Geschäftsordnung sowie das Aktiengesetz geregelt. Dem Vorstand obliegen die Führung der Geschäfte und die Vertretung der Gesellschaft gegenüber Dritten.
239. Die TDH AG wird gemäß Satzung gesetzlich durch zwei Mitglieder des Vorstands gemeinschaftlich oder durch ein Mitglied des Vorstands gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten. Wenn der Vorstand der Gesellschaft nur aus einer Person besteht, wird die Gesellschaft durch den Alleinvorstand vertreten.
240. Das Geschäftsjahr der TDH AG entspricht dem Kalenderjahr (1. Januar bis 31. Dezember).
241. Die folgende Abbildung zeigt die aktuelle Konzernstruktur sowie die Aktionärsstruktur der TDH AG:

**Konzern- und Aktionärsstruktur der TDH AG zum Bewertungsstichtag**



Quelle: TDH AG

242. Die TDH AG ist an der Frankfurter Börse gelistet (WKN: A1J5RX; ISIN: DE000A1J5RX9). TEF hält indirekt 76,83% der Anteile, der Streubesitz beträgt 23,17%.
243. Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 1.116.945.400 und ist eingeteilt in 1.116.945.400 Aktien ohne Nennwert (Stückaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1 je Aktie. Zum Börsengang (30. Oktober 2012) wurden die Aktien zu einem Preis von EUR 5,60 je Aktie emittiert. Daraus ergab sich zu diesem Zeitpunkt eine Marktkapitalisierung von EUR 6,255 Mrd.
244. Der Vorstand der TDH AG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft in der Zeit bis zum 17. September 2017 einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 558.472.700 durch Ausgabe von bis zu 558.472.700 neuen auf den Namen lautenden Aktien gegen Bar- und oder Sacheinlage zu erhöhen.
245. Die TDH AG hält unmittelbar 99,99% und mittelbar über die Telefónica Germany Management GmbH 0,01% an der Telefónica Germany GmbH & Co. OHG, München ("TEF OHG").
246. Die TEF OHG bildet zusammen mit ihren fünf unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften sowie den beiden Joint Ventures (Tchibo Mobilfunk Beteiligungs GmbH und Tchibo Mobilfunk

GmbH & Co. KG) die Telefónica Germany Gruppe. Die TEF OHG, ihre Tochtergesellschaften und Joint Ventures sowie die Telefónica Germany Management GmbH sind im konsolidierten Jahresabschluss der TDH AG enthalten.

#### Steuerliche Verhältnisse

247. Die TEF OHG hat Beherrschungs- und Ergebnisabführungsverträge mit ihren Tochtergesellschaften abgeschlossen (mit Ausnahme der Joint Ventures Tchibo Mobilfunk Beteiligungs GmbH und Tchibo Mobilfunk GmbH & Co. KG) und formt gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften eine gewerbe-, körperschaft- und umsatzsteuerliche Organschaft.
248. Die ertragsteuerlichen und gewerbsteuerlichen Verlustvorträge werden von der TDH AG zum 31. Dezember 2013 auf jeweils EUR 12,1 Mrd. geschätzt.
249. Der für die Bewertung der TDH AG zugrunde zu legende normalisierte Steuersatz in Deutschland beträgt 32,0% (15,825% Körperschaftsteuer und 16,175% Gewerbesteuer).
250. Die letzte Betriebsprüfung der TDH AG fand für die Geschäftsjahre 2000 bis 2003 statt. Nach Aussage des TDH AG Managements hat diese Prüfung zu keinen Feststellungen geführt, die einen wesentlichen Einfluss auf unsere Bewertung haben.

## 1.2. Wirtschaftliche Grundlagen

### 1.2.1. Geschäftstätigkeit der TDH AG

251. Die TDH AG ist einer der führenden integrierten Telekommunikationsanbieter in Deutschland. Das Unternehmen bietet Privat- und Geschäftskunden Mobilfunk- und Festnetzprodukte einschließlich Telefonie, Datendiensten sowie Mehrwertdiensten an. Darüber hinaus ist die TDH AG einer der führenden Großhandels-, oder auch Wholesale-Service-Provider in Deutschland und bietet ihren Wholesale-Partnern Zugang zu ihrer Infrastruktur und ihren Dienstleistungen an.
252. Gemessen am Umsatz ist die TDH AG der drittgrößte integrierte Telekommunikationsanbieter in Deutschland. Das Unternehmen hat 19,6 Mio. Mobilfunk- sowie 2,3 Mio. Festnetz- bzw. DSL-Kunden (Stand September 2013) und erreichte im Geschäftsjahr 2012 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 5,2 Mrd.
253. Die TDH AG betreibt ein deutschlandweites Mobilfunknetz und ein deutschlandweites Festnetz. Das Mobilfunknetz umfasst mehr als 18.300 GSM und 11.900 UMTS Basisstationen womit eine GSM (oder „2G“)-Netzabdeckung von mehr als 99% und eine UMTS (oder „3G“)-Netzabdeckung von mehr als 74% (Stand September 2013) der deutschen Bevölkerung erreicht wird. Mit dem Roll-out von LTE (oder „4G“) wurde im Jahr 2010 begonnen.
254. Die TDH AG verfügt über Frequenzblöcke im 800, 900, 1.800, 2.000 und 2.600 MHz-Band.
255. Für Festnetz- und Internetzugänge nutzt das Unternehmen eine ULL-Plattform und hat im Jahr 2012 einen langfristigen Rahmenvertrag mit der Deutschen Telekom über den Zugang bzw. die Nutzung der VDSL-Technologie der Deutschen Telekom abgeschlossen. Gemäß Unternehmensangaben liegt die DSL-Netzabdeckung bei 95% der deutschen Bevölkerung (Stand September 2013).
256. Die TDH AG vertreibt ihre Produkte im Rahmen einer Mehrmarkenstrategie. Der Großteil der Postpaid- und Prepaid-Mobilfunk- und Festnetz-Produkte und –Services wird unter der Premium-Hauptmarke O<sub>2</sub> angeboten. Weitere Kundengruppen werden durch Zweit- und Partnermarken sowie über die Wholesale-Kanäle erreicht. Zweitmarken sind vollständig kontrollierte Marken wie FONIC und netzclub oder Marken, die durch Joint Ventures und strategische Partnerschaften gehalten werden, wie z.B. Tchibo mobil.
257. Im Geschäftskundensegment werden Small office/Home office („SoHo“) und kleine und mittlere Unternehmen („SME“) über die O<sub>2</sub>-Marke sowie große multinationale Unternehmen über die Marke Telefónica Multinational Solutions adressiert.
258. Im Wholesale-Geschäft bietet die TDH AG Mobilfunk- und Festnetz-Dienstleistungen für Kunden wie 1&1, Unitymedia und Drillisch an. Des Weiteren kooperiert die TDH AG mit einer Vielzahl von Vertriebspartnern mit eigener Marke, wie beispielsweise Lidl.
259. Darüber hinaus verkauft die TDH AG Mobilfunkgeräte und sonstige Hardware zu einem Festpreis. Der Kunde kann dabei wählen, ob er den gesamten Kaufpreis sofort zahlt oder zunächst eine Anzahlung leistet und den restlichen Kaufpreis in 12 oder 24 Monatsraten entrichtet.

260. Die Produkte werden über eine diversifizierte Vertriebsplattform angeboten, die direkte (landesweites Netzwerk von mehr als 900 selbst betriebener Shops und Partnershops, Premium Partner, Online und Telesales) und indirekte (Einzelhandel/Partnerschaften mit Internethändlern und Händler/Kooperationen) Vertriebskanäle umfasst.
261. Zum 30. September 2013 beschäftigt die TDH AG etwa 6.000 Menschen (davon ca. 5.500 Festangestellte), unter anderem an den Standorten München, Berlin, Nürnberg, Bremen, Frankfurt, Hamburg, Köln, Rostock und Teltow.

### 1.2.2. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

262. Wir haben die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der TDH AG auf Basis der geprüften und testierten Jahresabschlüsse der Geschäftsjahre 2011 und 2012 sowie der letzten Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 (Stand September 2013) analysiert.
263. Im Zusammenhang mit dem Börsengang im Jahr 2012 wurde die Telefónica Germany Gruppe umstrukturiert und einige Gesellschaften mit globalen Funktionen für TEF (Group 3G UMTS Holding GmbH, Quam GmbH und Telefónica Global Services GmbH, zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Telefónica Global Roaming GmbH und Telefónica Compras Electronicas S.L.) wurden umgehängt. Deshalb haben wir für das Geschäftsjahr 2011 die kombinierten Werte entsprechend dem IPO-Prospekt vom 16. Oktober 2012, welche die umgehängten Gesellschaften nicht umfassen, dargestellt.
264. Die Zahlen für das Geschäftsjahr 2012 basieren auf dem geprüften und testierten Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2012. Da bislang keine geprüften Finanzinformationen zum 31. Dezember 2013 vorliegen, haben wir die uns von der TDH AG zur Verfügung gestellte letzte Hochrechnung (Stand September 2013) für das Geschäftsjahr 2013 berücksichtigt.

#### Finanzlage der TDH AG

265. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Bilanz der TDH AG für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013:

**TDH AG - Bilanz**

in Mio. EUR (zum 31. Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>7.900</b>	<b>7.652</b>	<b>7.075</b>
Geschäfts- und Firmenwerte	706	706	706
Immaterielle Vermögenswerte	3.658	3.277	2.885
Sachanlagen	3.119	2.973	2.868
Sonstige langfristige Vermögenswerte	418	696	617
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>5.115</b>	<b>1.417</b>	<b>1.813</b>
Vorräte	70	85	78
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3.896	1.009	1.020
Liquide Mittel	1.149	324	715
<b>Bilanzsumme</b>	<b>13.015</b>	<b>9.070</b>	<b>8.888</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>11.756</b>	<b>6.429</b>	<b>5.989</b>
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>75</b>	<b>1.092</b>	<b>1.457</b>
Verzinsliche Schulden und sonst. langfr. Schulden	6	1.009	1.357
Rückstellungen	69	82	100
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>1.184</b>	<b>1.549</b>	<b>1.442</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Verbindlichkeiten	972	1.138	1.082
Sonstige kurzfristige Schulden	211	412	360
<b>Bilanzsumme</b>	<b>13.015</b>	<b>9.070</b>	<b>8.888</b>

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

266. Die immateriellen Vermögenswerte haben im Geschäftsjahr 2012 um 10,4% und im Geschäftsjahr 2013 um 12,0% abgenommen. Die Abnahme resultiert aus den Abschreibungen auf Lizenzen mit einer definierten Nutzungsdauer.
267. Das Sachanlagevermögen ist zwischen den Geschäftsjahren 2011 und 2013 von EUR 3.119 Mio. auf 2.868 Mio. gesunken, was einer Abnahme um 8,1% entspricht. Die TDH AG hat in dieser Zeit durch Investitionen in neue Mobilfunkmasten ihr Mobilfunknetz ausgebaut und die Netzqualität verbessert. Darüber hinaus wurde der LTE Roll-out weiter vorangetrieben. Den Investitionen standen jedoch höhere Abschreibungen gegenüber, so dass der Buchwert des Sachanlagevermögens insgesamt abgenommen hat.
268. Die sonstigen langfristigen Vermögenswerte umfassen im Wesentlichen aktive latente Steuern und sonstiges langfristiges Finanzvermögen. Der Anstieg der sonstigen langfristigen Vermögenswerte um 66,6% im Geschäftsjahr 2012 resultiert aus dem Anstieg der aktiven latenten Steuern.
269. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige kurzfristige Vermögenswerte sind im Geschäftsjahr 2012 um EUR 2.887 Mio. gesunken. Während die Forderungen aus Lieferungen und



Leistungen in den betrachteten Perioden nahezu konstant EUR 1.000 Mio. betragen haben, ist das sonstige kurzfristige Finanzvermögen um EUR 2.886 Mio. gesunken. Die Abnahme des sonstigen kurzfristigen Finanzvermögens ist auf die Verrechnung einer Kapitaleinzahlungsverpflichtung der O<sub>2</sub> (Europe) Limited im Zusammenhang mit der Ausschüttung einer Sonderdividende im Rahmen der vorbörslichen Umstrukturierung zurückzuführen.

270. Die liquiden Mittel sind im Geschäftsjahr 2012 infolge der Zahlung einer vorbörslichen Sonderdividende an die O<sub>2</sub> (Europe) Limited gesunken. Die Sonderdividende in Höhe von EUR 7.186 Mio. enthielt eine Barkomponente in Höhe von EUR 4.300 Mio., die teilweise über die Zahlungsmittelbestände finanziert worden ist.
271. Das Eigenkapital ist im Geschäftsjahr 2012 um 45,3% bzw. EUR 5.327 Mio. gesunken. Die Abnahme resultierte im Wesentlichen aus der Zahlung der vorbörslichen Sonderdividende. Am 13. September 2012 hatte die Gesellschafterversammlung der Telefónica Germany Verwaltungs GmbH (Vorgängergesellschaft) die Zahlung einer Sonderdividende in Höhe von EUR 7.186 Mio. an die O<sub>2</sub> (Europe) Limited, der alleinigen Gesellschafterin zu dieser Zeit, beschlossen. Ein Teil der Dividendenzahlung wurde mit einer Kapitaleinzahlungsverpflichtung der O<sub>2</sub> (Europe) Limited in Höhe von EUR 2.886 Mio. verrechnet. Der verbleibende Betrag von ca. EUR 4.300 Mio. wurde am 14. September 2012 ausgezahlt. Der Effekt der vorbörslichen Dividende wurde teilweise durch den Jahresüberschuss in Höhe von EUR 1.335 Mio. kompensiert. Im Geschäftsjahr 2013 ist das Eigenkapital infolge einer Dividendenzahlung in Höhe von EUR 503 Mio. im Mai 2013 um weitere EUR 440 Mio. gesunken.
272. Die verzinslichen Schulden und sonstige langfristige Schulden sind im Geschäftsjahr 2012 um EUR 1.003 Mio. angestiegen. Der Anstieg ist vor allem auf die zuvor beschriebene vorbörsliche Sonderdividende zurückzuführen, die teilweise über verzinsliche Schulden finanziert worden ist. Die Zunahme der verzinslichen Schulden im Geschäftsjahr 2013 um EUR 348 Mio. resultiert im Wesentlichen aus der Ausgabe einer Anleihe im November 2013 (EUR 600 Mio.) sowie der anteiligen Rückzahlung eines Darlehens (EUR 250 Mio.).
273. Die Rückstellungen umfassen Pensionsrückstellungen sowie Rückstellungen für Rückbau und Umstrukturierungen. Die Rückstellungen sind zwischen den Geschäftsjahren 2011 und 2013 von EUR 69 Mio. auf EUR 100 Mio. bzw. um 45,4% angestiegen. Der Anstieg resultiert aus der Zunahme der Rückstellungen für Rückbau infolge der Erweiterung des Mobilfunknetzes.
274. Die kurzfristigen Schulden sind im Geschäftsjahr 2012 infolge der normalen Geschäftstätigkeit sowie höherer kurzfristigen verzinslichen Schulden (EUR 250 Mio.) um EUR 365 Mio. angestiegen. Im Geschäftsjahr 2013 ist der Rückgang in Höhe von EUR 107 Mio. überwiegend auf eine vorgezogene Teilrückführung bei den kurzfristigen verzinslichen Schulden zurückzuführen.

## Ertragslage der TDH AG

275. Die Analyse der Ertragslage der TDH AG haben wir basierend auf den konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnungen für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 sowie der aktuellen Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 (Stand September) durchgeführt. Die Ertragslage stellt sich wie folgt dar:

### TDH AG - GuV

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013	CAGR 11-13
Umsatzerlöse	5.036	5.213	4.895	(1,4%)
Sonstige Erträge	61	61	158	60,9%
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>5.097</b>	<b>5.274</b>	<b>5.053</b>	(0,4%)
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(2.047)	(2.131)	(1.958)	(2,2%)
Personalaufwand	(438)	(465)	(415)	(2,7%)
Sonstige Aufwendungen	(1.462)	(1.399)	(1.451)	(0,4%)
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(3.948)</b>	<b>(3.995)</b>	<b>(3.824)</b>	(1,6%)
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (OIBDA)</b>	<b>1.149</b>	<b>1.279</b>	<b>1.229</b>	3,4%
Abschreibungen	(1.082)	(1.133)	(1.130)	2,2%
<b>Betriebsergebnis (OI)</b>	<b>67</b>	<b>146</b>	<b>100</b>	21,7%
<i>Umsatzwachstum pro Jahr</i>	<i>n.a.</i>	3,5%	(6,1%)	
<i>OIBDA-Marge</i>	22,8%	24,5%	25,1%	
<i>OI-Marge</i>	1,3%	2,8%	2,0%	
<i>Durchschnittliche Mobilfunkanschlüsse (in Tausend)</i>	17.729	18.843	19.425	
<i>Gesamt-ARPU (Mobilfunk)*</i>	13,6	13,8	12,7	

\* wie von der TDH AG berichtet

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

276. Die Umsatzerlöse umfassen Umsätze aus Mobilfunkdienstleistungen für Sprach-, Messaging- und mobile Datendienste sowie Umsätze aus dem Festnetz-/DSL-Servicegeschäft und aus dem Verkauf von Hardware. Die Umsatzerlöse sind im Geschäftsjahr 2012 aufgrund einer starken Entwicklung der Umsätze aus Mobilfunkdienstleistungen um 3,5% angestiegen. Das Umsatzwachstum wurde insbesondere durch eine erhebliche Wachstumsdynamik bei den Mobilfunkanschlüssen im Postpaid-Sektor getrieben. Die Umsatzentwicklung wurde ebenfalls von einer insgesamt wachsenden Kundenbasis und einer stabilen bzw. sogar leicht ansteigenden ARPU-Performance infolge einer verbesserten Kundenstruktur sowie der erfolgreichen Monetarisierung des Datengeschäfts begünstigt. Während die Umsatzerlöse aus Mobilfunkdienstleistungen, die etwa 70% der gesamten Umsatzerlöse ausmachen, um 7,0% gestiegen sind, hat das Festnetzgeschäft im Vergleich zum Vorjahr um 4,4% nachgegeben. Im Geschäftsjahr 2013 werden voraussichtlich die Absenkungen der Terminierungsentgelte und rückläufige SMS- und Telefonie-Volumina zu einem Umsatzrückgang von 6,1% führen.

277. Die sonstigen Erträge haben sich durch den Verkauf von Sachanlagevermögen im Geschäftsjahr 2013 mehr als verdoppelt. Ein weiterer Effekt resultiert aus erhaltenen Rückerstattungen, die erst seit dem Geschäftsjahr 2013 unter den sonstigen Erträgen ausgewiesen werden.
278. Materialaufwand und bezogene Leistungen setzen sich hauptsächlich aus Zusammenschaltungskosten, die entstehen, wenn Kunden der TDH AG mit anderen Mobilfunknetzen verbunden werden, zusammen. Des Weiteren sind die Kosten für verkaufte Mobilfunkgeräte, insbesondere die Verkäufe im Rahmen des „O<sub>2</sub> My Handy“-Modells, Aufwendungen für Mietleitungen und die Anmietung von Teilnehmeranschlussleitungen („TAL“ oder „ULL“) sowie die Kosten für die Anmietung von Räumlichkeiten für Netzeinrichtungen in dieser Kostenposition enthalten. Materialaufwand und bezogene Leistungen sind im Geschäftsjahr 2012 durch höhere Zusammenschaltungskosten infolge eines gestiegenen Telefonie-Volumens sowie einer starken Nachfrage nach Smartphones um 4,1% gestiegen.
279. Der Personalaufwand umfasst im Wesentlichen Löhne und Gehälter, Lohnnebenkosten, Vertriebsprovisionen, Abfindungen sowie Kosten für Aushilfskräfte. Der Personalaufwand ist im Geschäftsjahr 2012 trotz einer geringeren Mitarbeiterzahl um 6,1% angestiegen. Diese Entwicklung resultiert neben der allgemeinen Lohnsteigerung aus einer geänderten Mitarbeiterstruktur.
280. In den sonstigen Aufwendungen sind vorrangig die an Händler gezahlten Provisionen, Vermarktungskosten, Aufwendungen für die Kundenbetreuung und das Outsourcing von administrativen Aufgaben, Aufwendungen für Hardware und die Instandhaltung der IT-Infrastruktur, Pachtaufwendungen für Anlagen und Räumlichkeiten sowie Energiekosten enthalten. Die sonstigen Aufwendungen sind im Geschäftsjahr 2012 um 4,3% gesunken. Die gestiegenen Netzwerkkosten infolge des Netzausbaus wurden durch Einsparungen bei anderen Kosten überkompensiert.
281. Die OIBDA-Marge (OIBDA/Umsatzerlöse) ist zwischen den Geschäftsjahren 2011 und 2013 von 22,8% auf 25,1% angestiegen. Der Anstieg ist insbesondere auf den gestiegenen Anteil der Mobilfunkumsätze und insbesondere der Datenumsätze zurückzuführen, die im Vergleich zum Festnetzgeschäft höhere Rohertragsmargen aufweisen. Darüber hinaus wurde die OIBDA-Marge durch Erträge aus dem Verkauf von Anlagevermögen im 4. Quartal des Geschäftsjahrs 2013 positiv beeinflusst.
282. Die Abschreibungen sind im Geschäftsjahr 2012 angestiegen, getrieben durch die Abschreibungen auf die LTE-Frequenzlizenzen, die im Geschäftsjahr 2010 erworben wurden (EUR 1.212 Mio. für Frequenzen im 800 MHz Band und EUR 88 Mio. für Frequenzen im 2,6 GHz Band), jedoch erst zum 1. Juli 2011 aktiviert worden sind und seitdem abgeschrieben werden.

#### Bereinigung der Ertragslage

283. Basierend auf Prüfungs- und Geschäftsberichten sowie auf Gesprächen mit dem Vorstand der TDH AG und den von ihm genannten Personen, haben wir die Ertragslage analysiert, um außerordentliche, periodenfremde sowie betriebsfremde Erträge und Aufwendungen zu identifizieren. Dabei haben wir uns auf ergebnisrelevante Erträge und Aufwendungen beschränkt mit der Zielsetzung, ein für die Vergangenheit aussagekräftiges Bild der Ertragslage abzuleiten. Die Bereinigungen wirken sich jedoch nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswertes aus, da die Wertermittlung auf den

Ergebnissen der künftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen.

284. Nach Aussage des Managements der TDH AG gab es keine außerordentlichen Sachverhalte im Geschäftsjahr 2011. In der folgenden Tabelle sind die vorgenommenen Bereinigungen zusammengefasst dargestellt:

### TDH AG - Bereinigung

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013
Umsatzerlöse	-	-	-
Sonstige Erträge	-	-	(78)
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	-	-	<b>(78)</b>
Materialaufwand und bezogene Leistungen	-	-	-
Personalaufwand	-	-	-
Sonstige Aufwendungen	-	(9)	5
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	-	<b>(9)</b>	<b>5</b>
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (OIBDA)</b>	-	<b>(9)</b>	<b>(73)</b>
Abschreibungen	-	-	-
<b>Betriebsergebnis (OI)</b>	-	<b>(9)</b>	<b>(73)</b>

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

285. Wir haben die folgenden Umsatz- und Ergebnisgrößen als zu bereinigende Posten identifiziert:
- i. Ein gerichtlicher Vergleich hatte einen positiven Netto-Effekt von EUR 9 Mio.
  - ii. Aus dem Verkauf von Sachanlagevermögen im 4. Quartal des Geschäftsjahres 2013 resultierten sonstige Erträge in Höhe von EUR 78 Mio.
  - iii. Im Geschäftsjahr 2013 wurden einmalige Abfindungszahlungen in Höhe von EUR 5 Mio. geleistet.
286. Die nachfolgende Tabelle zeigt die bereinigte Ertragslage:

## TDH AG - Bereinigte GuV

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Ist 2011	Ist 2012	Hoch- rechnung 2013	CAGR 11-13
Umsatzerlöse	5.036	5.213	4.895	(1,4%)
Sonstige Erträge	61	61	80	14,5%
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>5.097</b>	<b>5.274</b>	<b>4.975</b>	<b>(1,2%)</b>
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(2.047)	(2.131)	(1.958)	(2,2%)
Personalaufwand	(438)	(465)	(415)	(2,7%)
Sonstige Aufwendungen	(1.462)	(1.408)	(1.446)	(0,5%)
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(3.948)</b>	<b>(4.004)</b>	<b>(3.819)</b>	<b>(1,6%)</b>
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (OIBDA)</b>	<b>1.149</b>	<b>1.270</b>	<b>1.156</b>	<b>0,3%</b>
Abschreibungen	(1.082)	(1.133)	(1.130)	2,2%
<b>Betriebsergebnis (OI)</b>	<b>67</b>	<b>137</b>	<b>27</b>	<b>(37,1%)</b>
<i>Umsatzwachstum pro Jahr</i>	<i>n.a.</i>	3,5%	(6,1%)	
<i>OIBDA-Marge</i>	22,8%	24,4%	23,6%	
<i>OI-Marge</i>	1,3%	2,6%	0,5%	
<i>Durchschnittliche Mobilfunkanschlüsse (in Tausend)</i>	17.729	18.843	19.425	
<i>Gesamt-ARPU (Mobilfunk)*</i>	13,6	13,8	12,7	

\* wie von der TDH AG berichtet

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

## **2. Ermittlung des Unternehmenswerts der TDH AG**

### **2.1. Bewertungsbasis**

#### **2.1.1. Vorgehensweise und grundlegende Prämissen**

287. Im Folgenden geben wir einen Überblick über das methodische Vorgehen bei der Ableitung des Unternehmenswerts der TDH AG.
288. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens bzw. des operativen Geschäfts sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zusammen. Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über ein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Dieses Vermögen kann frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. Es ist im Rahmen der Unternehmensbewertung gesondert zu bewerten. Bei der TDH AG ist kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden.
289. Zur Ermittlung des Ertragswertes aus dem operativen Geschäft ist eine Prognose für einen Detailplanungszeitraum (Phase I) und den daran anschließenden Zeitraum (Phase II; sogenannte ewige Rente) anzustellen. Für die Phase I lag uns die Planungsrechnung der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018 vor, die wir zunächst auf Basis einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 plausibilisiert haben. Hierzu wurden für die Vergangenheit außerordentliche Ergebnisbestandteile identifiziert und eine bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet. Die weitere Plausibilisierung der Planannahmen erfolgte auf Grundlage der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planungsdokumentation, den erteilten Auskünften sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten.
290. Gegenstand der Ertragswertermittlung ist zunächst die Ableitung künftiger Ergebnisse vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT). Für das nachhaltige EBIT ab 2019 (Phase II) wurden im Grundsatz die Ansätze des letzten Planjahres modifiziert um eine nachhaltige Wachstumsrate fortgeschrieben. Des Weiteren waren in der Phase II anstelle der Abschreibungen Reinvestitionsraten anzusetzen. Dabei wurden ergänzende Überlegungen angestellt.
291. Das Zinsergebnis der TDH AG wurde für den Planungszeitraum aus einer Finanzbedarfsrechnung auf Basis einer Bilanzplanung abgeleitet. Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn, ausschüttbares Jahresergebnis) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Entsprechend den geltenden allgemeinen Bewertungsgrundsätzen sind wir von einer Ausschüttung der handelsrechtlichen Ergebnisse entsprechend des vorliegenden Unternehmenskonzepts der Gesellschaft ausgegangen. In der Phase II wurde das Zinsergebnis an die nachhaltig angenommene Finanzierungsstruktur der TDH AG angepasst.
292. Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern werden um Unternehmenssteuern und persönliche Steuern der Anteilseigner gekürzt. Als Unternehmenssteuern wurden die Gewerbesteuer und die Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Darüber hinaus haben wir eine

steuerliche Organschaft für die TDH AG und ihre Beteiligungen unterstellt, so dass die Körperschaftsteuerermittlung auf Ebene der THG AG und die Gewerbesteuerermittlung auf Ebene der TEF OHG erfolgt.

293. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird der objektivierte Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt.
294. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person als Anteilseigner ausgegangen. Des Weiteren wurde die Prämisse gesetzt, dass die Anteile direkt oder indirekt im Privatvermögen gehalten werden und der Anteilsbesitz nicht die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 Satz EStG erfüllt. Im ab 2009 geltenden Abgeltungssteuersystem wurde die persönliche Steuer auf Ausschüttungen grundsätzlich mit 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Bei der Bemessung der Nettoausschüttungen haben wir Steuervorteile auf Ebene der Anteilseigner berücksichtigt. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden Wertzuwachses haben wir mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlags Rechnung getragen.
295. Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind im Abschnitt F.2.3. „Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes“ ausführlich dargelegt.

### 2.1.2. Planungsprozess

296. Die Planungsrechnung der THD AG umfasst eine detaillierte Planung für drei Jahre sowie einen generellen Ausblick über die Entwicklung der wesentlichen Finanzkennzahlen für zwei weitere Jahre. Der Planungsprozess beginnt jedes Jahr im März und endet gewöhnlich im Sommer, wobei dies von Jahr zu Jahr variieren kann. Zu Beginn des Planungsprozesses führt das Management der TDH AG eine top-down Überprüfung der Strategie durch und erstellt auf dieser Basis eine Grobplanung.
297. Im nächsten Schritt präsentiert der CFO die Eckdaten der Planung der Business Planning Abteilung, die diese Informationen an die Controlling Fachabteilungen ("Service Technology & Central Functions", "Network Technology" und "Commercial Controlling") weiterleitet.
298. Anschließend erarbeiten die Controlling Fachabteilungen unter Beachtung der Budgetvorgaben eine detaillierte bottom-up Planungsrechnung für jede Kostenstelle der jeweiligen Fachbereiche. Im Anschluss daran werden die top-down und die bottom-up Planungsrechnung harmonisiert und dabei ggf. Anpassungen der Pläne vorgenommen. Die abgestimmte Planungsrechnung wird letztlich vom Vorstand der TDH AG freigegeben. Die Freigabe erfolgt dabei für drei Jahre, während die Planjahre vier und fünf lediglich zur Kenntnis genommen werden.
299. Der Vorstand präsentiert das Budget für das nächste Jahr und die darauffolgenden zwei Jahre der Planungsrechnung dem Aufsichtsrat.
300. Der Planungsrechnung, die unserer Bewertung zugrunde liegt, hat der Aufsichtsrat zugestimmt: Am 25. November 2013 hat der Aufsichtsrat dem Budget 2014 zugestimmt und den Business Plänen für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 zustimmend seine Kenntnisnahme erteilt.



### 2.1.3. Planungstreue

301. Zum Zwecke der Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit haben wir das Budget für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 den Istwerten der jeweiligen Geschäftsjahre bzw. der aktuellen Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 (Stand September 2013) gegenübergestellt.
302. Die Plan-Ist-Analyse ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

#### TDH AG - Plan-Ist-Analyse

in Mio. EUR	Budget 2011	Ist 2011	Delta	Budget 2012	Ist 2012	Delta	Budget 2013	Hoch- rechnung 2013 (Q3)	Delta
Umsatzerlöse	4.925	5.036	111	5.305	5.213	(92)	5.248	4.895	(353)
OIBDA	1.170	1.149	(21)	1.328	1.279	(49)	1.376	1.229	(147)
CAPEX	(538)	(558)	(20)	(566)	(609)	(43)	(670)	(660)	10
Free Cash Flow vor Dividenden	451	697	246	691	674	(17)	699	712	13

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

303. Im Geschäftsjahr 2011 lagen die Umsatzerlöse leicht über Budget und das budgetierte OIBDA wurde nahezu erreicht. Die Investitionen waren infolge der Aufrüstung des GSM-Netzes um 3,7% höher als geplant. Auf Ebene des Free Cash Flows (FCF) wurde das Budget um 54,5% bzw. EUR 246 Mio. übertroffen. Diese Entwicklung resultiert aus dem im Geschäftsjahr 2011 begonnenen Silent Factoring in Höhe von EUR 229 Mio., das im Budget nicht reflektiert war. Jedoch wäre der budgetierte FCF auch ohne das Silent Factoring leicht übertroffen worden.
304. Im Geschäftsjahr 2012 erreichten die Umsatzerlöse und das OIBDA nicht ganz die budgetierten Werte, während die Investitionen leicht höher als geplant waren. Die Abweichung vom budgetierten FCF konnte jedoch durch ein verbessertes Working Capital Management minimiert werden.
305. Im Geschäftsjahr 2013 werden die geringmargigen Hardwareverkäufe voraussichtlich niedriger ausfallen als erwartet und die budgetierten Umsatzerlöse folglich nicht erreicht werden. Zusätzlich wird die Umsatzentwicklung durch den zunehmenden Wettbewerb durch OTT-Player und den starken Preiskampf im Markt um Marktanteile im schnell wachsenden Datensegment belastet. Diese Entwicklung kann durch die gegenüber dem Budget verbesserte Kostenbasis nicht vollständig kompensiert werden. Dennoch hat die TDH AG die Investitionen nicht in nennenswertem Umfang reduziert, sondern hält am geplanten Netzausbau fest. Die TDH AG geht davon aus, den budgetierten FCF durch weitere Optimierungen im Working Capital erreichen zu können.
306. Auf Basis unserer Analysen ergeben sich keine Hinweise, dass die von der TDH AG erstellte Planungsrechnung grundsätzlich nicht für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet ist. Vielmehr hat die TDH AG den budgetierten FCF erreicht bzw. in einem 3-Jahreszeitraum sogar insgesamt übertroffen.

## 2.2. Erwartete Nettoausschüttungen des operativen Geschäfts

### 2.2.1. Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)

#### a) Detailplanungsphase

307. In nachfolgender Tabelle ist die bereinigte GuV für das Geschäftsjahr 2013 (Hochrechnung) und die Planungsrechnung für die Jahre 2014 bis 2018 (Plan) dargestellt:

#### TDH AG - Planungsrechnung

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Hochrechnung bereinigt 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	CAGR 13-18
Umsatzerlöse	4.895	4.760	4.775	4.774	4.812	4.856	(0,2%)
Sonstige Erträge	80	78	78	78	78	78	(0,5%)
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>4.975</b>	<b>4.838</b>	<b>4.853</b>	<b>4.852</b>	<b>4.890</b>	<b>4.934</b>	(0,2%)
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(1.958)	(1.828)	(1.804)	(1.749)	(1.700)	(1.696)	(2,8%)
Personalaufwand	(415)	(416)	(422)	(430)	(437)	(445)	1,4%
Sonstige Aufwendungen	(1.446)	(1.460)	(1.459)	(1.464)	(1.513)	(1.533)	1,2%
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(3.819)</b>	<b>(3.705)</b>	<b>(3.685)</b>	<b>(3.643)</b>	<b>(3.650)</b>	<b>(3.675)</b>	(0,8%)
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (OIBDA)</b>	<b>1.156</b>	<b>1.133</b>	<b>1.168</b>	<b>1.208</b>	<b>1.240</b>	<b>1.259</b>	1,7%
Abschreibungen	(1.130)	(1.016)	(967)	(935)	(904)	(875)	(5,0%)
<b>Betriebsergebnis (OI)</b>	<b>27</b>	<b>117</b>	<b>201</b>	<b>273</b>	<b>336</b>	<b>385</b>	70,7%
Umsatzwachstum pro Jahr	(6,1%)	(2,8%)	0,3%	(0,0%)	0,8%	0,9%	
OIBDA-Marge	23,6%	23,8%	24,5%	25,3%	25,8%	25,9%	
OI-Marge	0,5%	2,5%	4,2%	5,7%	7,0%	7,9%	

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

308. Die Umsatzerlöse umfassen Umsätze für Mobilfunkdienstleistungen wie Telefonie, Messaging und Datenverkehr sowie Festnetz/DSL und Umsätze aus dem Verkauf von Hardware.
309. Die Umsatzerlöse bleiben im Planungszeitraum relativ stabil bei einer leicht negativen durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) von -0,2% zwischen den Geschäftsjahren 2013 und 2018. Während die Umsätze aus dem Festnetzgeschäft infolge des starken Wettbewerbs durch die Kabelnetzbetreiber sowie des rückläufigen Wholesale-Geschäfts (ULL) sinken, steigen die Mobilfunkumsätze im Planungszeitraum mit einem CAGR von 2,5% an. Das Wachstum der Mobilfunkumsätze resultiert vor allem aus einer wachsenden Kundenbasis. Weitere Wachstumstreiber, insbesondere für die Umsätze aus dem mobilen Datenverkehr, sind der erwartete Anstieg der Smartphone-Penetration bei den TDH AG Kunden sowie das zusätzliche Umsatzpotential aus dem voranschreitenden LTE Ausbau. Diese Entwicklungen werden den Rückgang des traditionellen Geschäfts mit Telefonie und SMS planmäßig überkompensieren.
310. Wir haben die Umsatzentwicklung der Planungsrechnung auf Basis der historischen Umsatzentwicklung sowie ihrer wesentlichen Wachstumstreiber einschließlich der

zugrundeliegenden Annahmen analysiert; dies geschah insbesondere für die Kundenbasis und den ARPU. Die unterstellte Entwicklung der Kundenbasis liegt leicht oberhalb der generellen Markterwartung. Jedoch zeigt die Vergangenheit, dass die TDH AG in den Jahren 2010 bis 2013 kontinuierlich Marktanteile in Höhe von 1,5 Prozentpunkten, bezogen auf die Kundenanzahl, hinzugewonnen hat. Insgesamt liegt das angenommene Wachstum der Kundenbasis unterhalb des historischen Niveaus. Der durchschnittliche ARPU wird im Planungszeitraum als weitestgehend konstant angenommen. Momentan ist ein im Zeitablauf ansteigender Anteil der Postpaid-Kunden zu beobachten. Es ist anzunehmen, dass sich diese Entwicklung mit weiter steigenden Datenvolumina zukünftig fortsetzen wird. Hinzu kommt, dass sich immer mehr Kunden für spezielle Datentarife entscheiden. Beide Entwicklungen stützen die Annahmen hinsichtlich der ARPU-Entwicklung der Planungsrechnung.

311. Materialaufwand und bezogene Leistungen setzen sich hauptsächlich aus Zusammenschaltungskosten, Kosten für verkaufte Mobilfunkgeräte im Rahmen des "O<sub>2</sub> My Handy"-Modells, Aufwendungen für Mietleitungen und der Anmietung von Teilnehmeranschlussleitungen (TAL bzw. ULL) sowie Kosten für die Anmietung von Räumlichkeiten für Netzeinrichtungen zusammen. Materialaufwand und bezogene Leistungen sinken von EUR 1.958 Mio. im Geschäftsjahr 2013 auf EUR 1.696 Mio. im Geschäftsjahr 2018 durch niedrigere Zusammenschaltungskosten infolge rückläufiger Telefonie sowie sinkender Terminierungsentgelte und einem allgemeinen Trend der zunehmenden Datennutzung. Zusätzlich wird im Planungszeitraum von sinkenden Preisen für Smartphones ausgegangen, was zu einem Rückgang der Kosten für verkaufte Mobilfunkgeräte zwischen den Geschäftsjahren 2013 und 2018 um ca. 20% führt. Diese positiven Entwicklungen des Materialaufwands und der bezogenen Leistungen überwiegen die ansteigenden Mieten für Räumlichkeiten für Netzeinrichtungen durch den voranschreitenden LTE-Roll-out sowie zusätzliche Kosten für Mietleitungen.
312. Der Personalaufwand umfasst im Wesentlichen Löhne und Gehälter, Lohnnebenkosten, Vertriebsprovisionen, Abfindungen sowie Kosten für Aushilfskräfte. Der Personalaufwand steigt bedingt durch allgemeine Lohnerhöhungen von EUR 415 Mio. im Geschäftsjahr 2013 auf EUR 445 Mio. im Geschäftsjahr 2018 an. Die Anzahl der Mitarbeiter bleibt im Planungszeitraum nahezu konstant.
313. In den sonstigen Aufwendungen sind vorrangig die an Händler gezahlten Provisionen, Vermarktungskosten, Aufwendungen für die Kundenbetreuung und das Outsourcing von administrativen Aufgaben, Aufwendungen für Hardware und die Instandhaltung der IT-Infrastruktur, Pachtaufwendungen für Anlagen und Räumlichkeiten sowie Energiekosten enthalten. Die sonstigen Aufwendungen steigen von EUR 1.446 Mio. im Geschäftsjahr 2013 auf EUR 1.533 Mio. im Geschäftsjahr 2018 an. Diese Entwicklung resultiert aus der wachsenden Anzahl von LTE-Standorten und dadurch bedingte Kostenanstiege der Instandhaltung, Reparatur und Energie. Darüber hinaus erwartet das Management der TDH AG Kosteneinsparungen durch Kostensenkungsprogramme erzielen zu können.
314. Beim OIBDA wird ein Anstieg von EUR 1.156 Mio. auf EUR 1.259 Mio. im Planungszeitraum erwartet, was einer Steigerung der OIBDA-Marge von 23,6% auf 25,9% entspricht. Haupttreiber für diese Entwicklung sind die mobilen Datenumsätze. Zusätzlich erwartet die TDH AG einen weiteren Anstieg der Profitabilität durch die zunehmende Digitalisierung der Geschäfte und ein straffes Kostenmanagement bei administrativen und nicht-kundenbezogenen Kosten.

- 
315. Abschreibungen sinken von EUR 1.130 Mio. auf EUR 875 Mio., da die geplanten Investitionen im Planungszeitraum unterhalb der geplanten Abschreibungen liegen. Dies liegt unter anderem daran, dass technische Anlagen im Zeitablauf günstiger werden, so dass Ersatzinvestitionen weniger kapitalintensiv sind als Erstinvestitionen. Im Ergebnis sinkt das Niveau der Abschreibungen im Zeitablauf. Investitionen für Mobilfunklizenzen wurden aus dem Geschäftsplan eliminiert, um eine zur E-Plus Unternehmensplanung vergleichbare Vorgehensweise zu ermöglichen. Die notwendigen Investitionen haben wir für beide Unternehmen über die Reinvestitionsrate in Phase II abgebildet.
316. Die Planungsrechnung der TDH AG zeigt eine stabile Umsatzentwicklung, während die betrieblichen Aufwendungen durch die digitale Transformation sowie ein straffes Kostenmanagement bei administrativen und nicht-kundenbezogenen Kosten optimiert werden sollen. Der Umsatzrückgang des traditionellen Telefonie-, SMS- sowie Festnetzgeschäfts soll durch ein starkes Wachstum der Datenumsätze kompensiert werden. Unter Berücksichtigung der Annahmen bezüglich des Wachstums der Datenumsätze erachten wir die geplante Umsatzentwicklung der nächsten fünf Jahre als ambitioniert. Während die geplante Entwicklung der Festnetzumsätze die generelle Markterwartung weitgehend widerspiegelt, liegt die prognostizierte Entwicklung der Mobilfunkumsätze leicht oberhalb der Markterwartung (siehe auch Abschnitt D Markt und Wettbewerb). Insgesamt sehen wir die prognostizierte Entwicklung vor dem Hintergrund der geplanten Investitionen in die Verbesserung der Netzqualität und den LTE Roll-out innerhalb einer plausiblen Bandbreite. Hinzu kommt, dass es der TDH AG bereits in der Vergangenheit gelang, stärker als der Markt zu wachsen. Zwischen 2010 und dem dritten Quartal 2013 hat die TDH AG ihren Marktanteil um 1,5 Prozentpunkte ausbauen können, was einem Zuwachs von über 2,6 Mio. Kunden entspricht. Ein Vergleich der geplanten Umsatz- und OIBDA-Entwicklung mit Analystenschätzungen zeigt, dass die von der TDH AG geplante Entwicklung mit denen der Analysten übereinstimmt bzw. teilweise sogar darunter liegt.
317. Zusammenfassend erachten wir die beschriebene Planungsrechnung und die zugrundeliegenden Annahmen als plausibel und somit geeignet für die folgende Unternehmensbewertung der TDH AG.

## b) Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in der ewigen Rente

318. Zur Ableitung des Ergebnisses vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) für den Zeitraum der ewigen Rente haben wir – ausgehend vom Detailplanungszeitraum – die künftige Ertragskraft der TDH AG bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung abgeschätzt.
319. Dazu wurden in einem ersten Schritt die Umsätze der TDH AG des Jahres 2018 in eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt. Unter Berücksichtigung unserer Analysen und des erwarteten Marktwachstums erachten wir den für das Geschäftsjahr 2018 geplanten Umsatz als nachhaltig erreichbares Umsatzniveau. Unter der Annahme, dass die TDH AG die Inflation in Anbetracht des intensiven Wettbewerbs nicht vollständig an ihre Kunden weiterleiten können, haben wir eine nachhaltige Wachstumsrate von 0,5% p.a. angenommen.
320. Anschließend wurde in einem zweiten Schritt der für Phase II prognostizierte Umsatz mittels einer nachhaltigen OIBDA-Marge auf ein nachhaltiges OIBDA übergeleitet. Als nachhaltige OIBDA-Marge haben wir die OIBDA-Marge des letzten Planjahres unterstellt. Wir gehen nicht davon aus, dass es nach dem Geschäftsjahr 2018 noch materielle Absenkungen der Terminierungsentgelte geben wird. Die positiven Effekte aus einer sinkenden Materialaufwandsquote infolge einer verstärkten Datennutzung kompensieren inflationäre Anstiege der übrigen Kosten, wie beispielsweise Personalkosten, so dass die OIBDA-Marge insgesamt konstant gehalten werden kann.
321. Die nachhaltige Reinvestitionsrate haben wir auf Grundlage von Diskussionen mit dem Management der TDH AG und einer Analyse des deutschen Marktes sowie weiterer MNOs in vergleichbar entwickelten europäischen Märkten abgeleitet. Darüber hinaus haben wir die von der TDH AG im Planungszeitraum angenommenen Investitionen sowie notwendige zukünftige Investitionen in Frequenzspektrum bei der Festlegung der nachhaltigen Reinvestitionsrate berücksichtigt. Im Ergebnis haben wir in der ewigen Rente Investitionen in Höhe von EUR 780 Mio. p.a. angenommen.

## TDH AG - Betriebsergebnis in der ewigen Rente

in Mio. EUR (Januar bis Dezember)	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
Umsatzerlöse	4.760	4.775	4.774	4.812	4.856	
Sonstige Erträge	78	78	78	78	78	
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>4.838</b>	<b>4.853</b>	<b>4.852</b>	<b>4.890</b>	<b>4.934</b>	<b>4.959</b>
Materialaufwand und bezogene Leistungen	(1.828)	(1.804)	(1.749)	(1.700)	(1.696)	
Personalaufwand	(416)	(422)	(430)	(437)	(445)	
Sonstige Aufwendungen	(1.460)	(1.459)	(1.464)	(1.513)	(1.533)	
<b>Betriebliche Aufwendungen</b>	<b>(3.705)</b>	<b>(3.685)</b>	<b>(3.643)</b>	<b>(3.650)</b>	<b>(3.675)</b>	
<b>Betriebsergebnis vor Abschreibungen (OIBDA)</b>	<b>1.133</b>	<b>1.168</b>	<b>1.208</b>	<b>1.240</b>	<b>1.259</b>	<b>1.266</b>
Abschreibungen	(1.016)	(967)	(935)	(904)	(875)	(780)
<b>Betriebsergebnis (OI)</b>	<b>117</b>	<b>201</b>	<b>273</b>	<b>336</b>	<b>385</b>	<b>486</b>
<i>Umsatzwachstum pro Jahr</i>	<i>(2,8%)</i>	<i>0,3%</i>	<i>(0,0%)</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,9%</i>	
<i>OIBDA-Marge</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,5%</i>	<i>25,3%</i>	<i>25,8%</i>	<i>25,9%</i>	
<i>OI-Marge</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>5,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,9%</i>	

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

### 2.2.2. Nettoausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern

322. Die prognostizierte EBIT-Reihe haben wir unter Berücksichtigung des Zinsergebnisses und der Ertragsteuern der Gesellschaft und der Anteilseigner in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und den getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner nach persönlichen Ertragsteuern wie folgt ab:

### TDH AG - Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung

in Mio. EUR	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>117</b>	<b>201</b>	<b>273</b>	<b>336</b>	<b>385</b>	<b>486</b>
Zinsergebnis	(21)	(14)	(15)	(13)	(12)	(11)
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>96</b>	<b>187</b>	<b>259</b>	<b>323</b>	<b>373</b>	<b>475</b>
Ertragssteuern	-	-	-	(4)	(11)	(82)
<b>Ausschüttungsfähiges Ergebnis</b>	<b>96</b>	<b>187</b>	<b>259</b>	<b>318</b>	<b>362</b>	<b>393</b>
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(196)
<b>Ausgeschüttetes Ergebnis</b>	<b>96</b>	<b>187</b>	<b>259</b>	<b>318</b>	<b>362</b>	<b>196</b>
Persönliche Ertragssteuern	(22)	(44)	(60)	(74)	(84)	(46)
<b>Nettoausschüttung</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>244</b>	<b>278</b>	<b>150</b>
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	-	-	-	196
Persönliche Ertragssteuer auf fiktive Hinzurechnung	-	-	-	-	-	(26)
<b>Wertbeitrag aus Thesaurierung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>171</b>
Veränderung 'Net Debt' zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote						(4)
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>244</b>	<b>278</b>	<b>317</b>

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

323. Das Zinsergebnis ist ausgehend vom Vermögensstatus der TDH AG zum 31. Dezember 2013 und einer von uns erstellten integrierten Fortschreibung der Bilanz- und Finanzplanung abgeleitet worden. Hierin sind neben den geplanten Investitionen und Abschreibungen Prognosen zur weiteren Entwicklung des sogenannten Netto-Umlaufvermögens und langfristiger Rückstellungen berücksichtigt.
324. Das verzinsliche Fremdkapital der Gesellschaft umfasst im Wesentlichen kurz- und langfristige Kredite, die im Zusammenhang mit der vorbörslichen Umstrukturierung im Geschäftsjahr 2012 aufgenommen worden sind sowie die im November des Geschäftsjahres 2013 ausgegebene Anleihe. Die Zinsen sind auf den uns von der TDH AG genannten durchschnittlichen Zinssätzen zwischen 2,14% und 2,92% p.a. im Planungszeitraum berechnet worden.
325. Bei den betrieblichen Ertragsteuern haben wir Körperschaft- und Gewerbesteuer berücksichtigt. Der Körperschaftsteuersatz beträgt 15,825% inkl. Solidaritätszuschlag und der Gewerbesteuersatz ergibt sich auf Basis eines Hebesatzes von 462% zu 16,175%.
326. Die zusätzlich steuerlich abzugsfähigen Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert sowie die Mobilfunklizenzen führen zu einer negativen steuerlichen Bemessungsgrundlage bis zum Geschäftsjahr 2018. Folglich zahlt die TDH AG bis zum Geschäftsjahr 2018 keine Körperschaftsteuer. Hinsichtlich der Gewerbesteuer führen die gewerbesteuerlichen Hinzurechnungen dazu, dass die TDH AG im Detailplanungszeitraum ab dem Geschäftsjahr 2017 Gewerbesteuer zu zahlen hat.
327. Bei der Ermittlung der ewigen Rente haben wir die für das Ende des Detailplanungszeitraums prognostizierten gewerbesteuerlichen Verlustvorträge in Höhe von EUR 13,2 Mrd. und die körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge in Höhe von EUR 13,5 Mrd. in eine Annuität überführt. Hieraus ergibt sich ein effektiver Steuersatz von 17,3%. Der Wert der steuerlichen Verlustvorträge lässt sich somit auf EUR 0,9 Mrd. beziffern.
328. Für den Detailplanungszeitraum haben wir eine Ausschüttungsquote von 100% angenommen. Für die Phase der ewigen Rente haben wir angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten der Gesellschaft äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist und für thesaurierte Mittel eine wertneutrale Wiederanlage erfolgt. Hierbei sind wir von einer markttypischen Ausschüttungsquote von 50% ausgegangen. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden auf Basis dieser Annahme dem Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet und führen somit bewertungstechnisch nicht zur Veränderungen des nachhaltigen Zinsergebnisses.
329. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungssteuer von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5% ausgegangen. In diesem Zusammenhang haben wir Steuervorteile aus Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagenkonto der TDH AG, soweit anwendbar, auf der Ebene der Anteilseigner berücksichtigt. Thesaurierungen und organisches Wachstum der finanziellen Überschüsse führen zu Wertsteigerungen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2% (einschließlich Solidaritätszuschlag) bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.
330. Des Weiteren haben wir zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote die Veränderung der Nettofinanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 4 Mio. berücksichtigt. In der ewigen Rente haben wir ein Wachstum von 0,5% pro Jahr unterstellt. Dieses Wachstum ist sowohl den Eigen- als auch den

Fremdkapitalgebern zuzurechnen. Um die Verschuldungsquote konstant zu halten, muss folglich auch das Fremdkapital um 0,5% p.a. anwachsen.



## 2.3. *Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes*

331. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Anlage in der nächstbesten Alternative. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen. Im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und der Kapitalisierungszinssatz ist ebenfalls nach Kürzung um persönliche Ertragsteuern anzusetzen.
332. Bei Renditen für Unternehmensanteile wird üblicherweise zwischen den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag differenziert. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

### 2.3.1. *Basiszinssatz*

333. Für die Ableitung des Basiszinssatzes sind wir entsprechend der Empfehlung des IDW von einer Zinsstrukturkurve ausgegangen, die wir unter Berücksichtigung des aktuellen Zinsniveaus und den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt haben. Bei den verwendeten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von (quasi) risikofreien Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, errechnet wurden.
334. Die ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die gebotene Einhaltung der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativenanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen.
335. Auf der Basis der ermittelten Zinsstrukturkurve halten wir auf Monatsbasis und unter Berücksichtigung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse einen einheitlichen Basiszinssatz von 2,75 % vor persönlichen Ertragsteuern für angemessen. Dieser Basiszinssatz wurde unter Berücksichtigung unserer Erkenntnisse bis zum Abschluss der Bewertungsarbeiten abgeleitet. Der Basiszinssatz ist – konsistent zu den bei der Ableitung der Risikoprämie getroffenen Annahmen – um den persönlichen Steuersatz von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag (insg. 26,4%) zu kürzen.

### 2.3.2. Risikozuschlag

#### Marktrisikoprämie

336. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelten. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) eingehen, ist ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
337. Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das so genannte Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) herangezogen.
338. Auf der Grundlage des Tax-CAPM erhält man die unternehmensspezifische Risikoprämie durch Multiplikation des so genannten Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.
339. Die künftig erwartete Marktrisikoprämie lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, beispielsweise auf Basis eines Aktienindex, und den Renditen (quasi) risikofreier Kapitalmarktanlagen abschätzen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich 5% bis 6% höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlagen. Unter Berücksichtigung der derzeit geltenden Steuergesetzgebung und der getroffenen steuerlichen Typisierung sind wir für die Bewertung von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% ausgegangen.

#### Beta-Faktor TDH AG

340. Da die TDH AG bislang weniger als zwei Jahre börsennotiert ist, kann für dieses Unternehmen ein eigener belastbarer Beta-Faktor nicht empirisch ermittelt werden und es musste stattdessen auf Beta-Faktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen zurückgegriffen werden. Ausgangspunkt war daher die Ableitung des durchschnittlichen unlevered Beta-Faktors eines Portefeuilles von Vergleichsunternehmen. Zur Ableitung der Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen haben wir auf Kapitalmarktdaten von Capital IQ, New York, NY/USA zurückgegriffen.
341. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Produkte anbieten, und denselben Marktstrukturen, bzw. einem ähnlichen Wettbewerb unterliegen. In Einzelfällen bieten sich auch

Vergleichsunternehmen anderer Branchen an, sofern die wesentlichen wertrelevanten Merkmale, wie z.B. die Marktstruktur oder Produktmerkmale übereinstimmen. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.

342. Im vorliegenden Fall wurde anhand der oben genannten Vorgehensweise im ersten Schritt eine Gruppe potenzieller Vergleichsunternehmen identifiziert, die entweder im selben Markt oder in derselben Branche wie die TDH AG aktiv sind. Es wurden davon diejenigen Unternehmen in die Vergleichsgruppe aufgenommen, die sich auf Grund ihres Geschäftsmodells mit der TDH AG vergleichen lassen. Dafür wurden die folgenden Kriterien herangezogen:

- Unternehmen mit einem vergleichbaren Angebotsspektrum, d.h., dass die Peer Group Unternehmen zumindest einen signifikanten Anteil ihrer Umsätze mit mobilen Telekommunikationsdiensten generieren.
- Unternehmen, welche in Ländern mit einer vergleichbaren Marktstruktur und ähnlichen Risikoprofilen agieren und daher ein ähnliches Risikoprofil aufweisen, wie z.B. Unternehmen, die in entwickelten europäischen Märkten operieren oder aber Unternehmen, die direkt im deutschen Mobilfunkmarkt aktiv sind.

343. Unter Berücksichtigung dieser Kriterien haben wir die folgenden kapitalmarktorientierten Unternehmen aus der Gesamtheit der untersuchten Unternehmen als mögliche Vergleichsunternehmen identifiziert:

- Deutsche Telekom AG, Bonn/Deutschland

344. Die Deutsche Telekom AG ist ein integriertes Telekommunikationsunternehmen und hat seine Hauptabsatzmärkte in Deutschland und den Vereinigten Staaten. Das Unternehmen bietet Festnetz- und Mobilfunkdienste wie Telefonie und Datenkommunikation an, verkauft aber ebenfalls Mobiltelefone und andere Hardware an Privat- und Geschäftskunden. Ende September 2013 hatte die Deutsche Telekom AG ungefähr 140 Mio. Mobilfunkkunden und 31 Mio. Festnetzkunden weltweit. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Internet Protocol TV (IPTV) Produkte, Cloud Computing Dienste und anderweitige Informations- und Kommunikationstechnologie (ICT) Lösungen für den Energie-, Gesundheits- und Automobilssektor an. Im Geschäftsjahr 2012 hat die Deutsche Telekom AG Umsätze in Höhe von EUR 58.169 Mio. erwirtschaftet. Das EBIT summierte sich zu EUR -3.810 Mio., welches eine EBIT-Marge von ungefähr -6,6% ergibt.

- Elisa Oyj, Helsinki/Finnland

345. Elisa Oyj ist ein Telekommunikationsunternehmen, das unter anderem auch ICT Lösungen anbietet. Das Privatkundensegment bietet Privatpersonen und Haushalten Telekommunikationsdienste an, wohingegen das Geschäftskundensegment sowohl Telefonie und Datendienste als auch ICT Lösungen an Unternehmen und kommunale Einrichtungen verkauft. Elisa Oyj verzeichnete im Geschäftsjahr 2012 einen Gesamtumsatz von EUR 1.553 Mio. und erreichte ein EBIT in Höhe von EUR 299 Mio. Hieraus ergibt sich eine EBIT-Marge von ungefähr 19,2%. Der Hauptabsatzmarkt des Unternehmens liegt in Finnland, aber es ist darüber hinaus auch in weiteren internationalen Märkten aktiv.

- Mobistar S.A., Brussels/Belgien
346. Mobistar S.A. bietet seinen Kunden sowohl Mobilfunk- und Festnetzdienste als auch digitale Fernsehdienste an. Das Unternehmen verkauft des Weiteren Equipment für Mobilfunktelefone an Privatpersonen und Geschäftskunden in Belgien und Luxemburg und bietet zusätzlich Roaming-Dienste und diverse B2B Applikationen an. Mobistar S.A. vertreibt seine Produkte und Dienstleistungen durch ungefähr 150 Mobistar Center, einen Onlineshop und ausgewählte Geschäftspartner. Die gesamten Umsätze im Geschäftsjahr 2012 betragen EUR 1.450 Mio. und es erreichte mit einem EBIT von EUR 277 Mio. eine EBIT-Marge von ungefähr 19,1%.
- Orange S.A. Paris/Frankreich
347. Orange bietet eine breite Palette an Festnetz- und mobilen Telekommunikationsdiensten sowie Datenübertragungs- und Multimediasdiensten für Privatpersonen, Geschäftskunden und andere Telekommunikationsanbieter weltweit an. Die Hauptabsatzmärkte von Orange sind Frankreich, Spanien und Polen. Ergänzend zu Plattformdiensten, Sicherheitslösungen, Cloud Computing und Machine-to-Machine-Diensten verkauft das Unternehmen außerdem Equipment, welches in Zusammenhang mit den angebotenen Integrationsdiensten steht. Orange S.A. generierte im vergangenen Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von EUR 43.515 Mio. und erwirtschaftete ein EBIT von EUR 4.063 Mio. Die resultierende EBIT-Marge liegt bei ungefähr 9,3%.
- Sonaecom, SGPS, S.A., Maia/Portugal
348. Sonocom, SGPS, S.A. bietet weltweit integrierte Telekommunikationsdienste an. Das Unternehmen vertreibt außerdem mobile Kommunikationsdienste und mobile Fernsehdienste. Darüber hinaus stellt Sonaecom SGPS, S.A. eine Produktpalette von Roaming- und Wholesalediensten für Privatkunden, kleine und mittlere Unternehmen und andere Geschäftskunden zur Verfügung. Im Geschäftsjahr 2012 hat Sonaecom, SGPS, S.A. einen Umsatz von insgesamt EUR 4.553 Mio. und ein EBIT von EUR 191 Mio. gemeldet. Die EBIT-Marge liegt bei ungefähr 4,2%.
- Telefónica S.A., Madrid/Spanien ("TEF")
349. TEF bietet Festnetz- und Mobilfunkdienste in Europa und Lateinamerika an. Den größten Anteil der Umsätze generiert TEF in den Kernmärkten Spanien, Brasilien, Vereinigtes Königreich und Deutschland. Das Unternehmen bietet neben Mobilfunk-, Daten-, Internet-, Roaming- und Festnetzdiensten unter anderem auch mobile Bezahlösungen an. Darüber hinaus stellt TEF Wholesale-Dienste für andere Telekommunikationsanbieter bereit, was mitunter inländische Zusammenschaltungsdienste, Cloud Computing und die Anmietung von Teilnehmeranschlussleitungen („TAL“) unter Berücksichtigung des regulatorischen TAL-Rechtsrahmens einschließt. Zum 30. September 2013 hatte TEF ungefähr 314 Mio. Kundenanbindungen weltweit, wovon 252 Mio. Mobilfunkanbindungen waren. Im Geschäftsjahr 2012 erzielte TEF einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 62.356 Mio. und ein EBIT in Höhe von EUR 10.798 Mio., woraus sich eine EBIT-Marge von ungefähr 17,3% ergibt.

- Telenor ASA, Fornebu/Norwegen
350. Telenor ASA agiert weltweit als Telekommunikationsunternehmen. Das Unternehmen bietet seinen Kunden sowohl TV-basierte Dienste als auch Festnetz- und Mobilfunkdienste an. Die mobilen Telekommunikationsdienste des Unternehmens umfassen Telefonie, Daten- und Internetdienste zusätzlich zu dem Verkauf von Hardware. Zu den Festnetzdiensten gehören Telefonie, Internet- und TV-Diensten auf Basis von xDSL- sowie Glasfaseranbindungen. Telenor ASA betreibt außerdem Immobiliengeschäfte und stellt Machine-to-Machine Dienste sowie See- und Luftfahrzeug-Kommunikationslösungen bereit. Im Geschäftsjahr 2012 verbuchte Telenor ASA Umsätze in Höhe von 101.718 Mio. Norwegischen Kronen und ein EBIT in Höhe von 9.662 Mio. Norwegischen Kronen, woraus sich eine EBIT-Marge von ungefähr 9,5% ergibt.
- TeliaSonera Aktiebolag, Stockholm/Schweden
351. Die TeliaSonera Aktienbolag stellt Netzwerkzugangs- und Telekommunikationsdienste bereit. Das Mobilitätsservicesegment bietet WLAN Hotspots, mobiles Breitband und drahtlose Bürodienste für Privatkunden und Unternehmen an. Ihr Breitbandsegment umfasst neben stationärem Breitband auch TV-, Internet-, und traditionelle Telefondienste. TeliaSonera Aktienbolag agiert primär im skandinavischen, baltischen und eurasischen Raum. Das Unternehmen erreichte im Geschäftsjahr 2012 einen Umsatz in Höhe von 104.898 Mio. Schwedischen Kronen und ein EBIT in Höhe von 28.288 Mio. Schwedischen Kronen. Hieraus ergibt sich eine EBIT-Marge von ungefähr 27,0%.
- Vodafone Group Public Limited Company, Newbury/Vereinigtes Königreich
352. Vodafone Group Public Limited Company bietet seinen Kunden weltweit Telekommunikationsdienste in Form von Mobilfunk-, Festnetz- und Machine-to-Machine-Dienste an. Außerdem verkauft Vodafone Smartphones und Tablets. Das Unternehmen bietet darüber hinaus noch Hosting und Cloud Services, wie zum Beispiel Cloud Computing, an. Die Vodafone Group Public Limited Company hatte zum 30. September 2013 weltweit ungefähr 411 Mio. Kunden. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte mit Hilfe von ungefähr 15.000 Vodafone-Shops, einem Netzwerk von Vertriebspartnern und dem Internet. Die Umsätze im Geschäftsjahr 2013 beliefen sich auf GBP 44.445 Mio. Bei einem EBIT in Höhe von GBP 4.728 Mio. ergibt sich eine EBIT-Marge von ca. 10,6%.

### Übersicht der Beta-Faktoren

353. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Kapitalstrukturen der Vergleichsunternehmen haben wir sog. unlevered Beta-Faktoren (Beta-Faktor eines schuldenfreien Unternehmens) zwischen 0,1 und 0,8 über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren für die Vergleichsunternehmen ermittelt.

## TDH AG - Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen

Unternehmen	Index	Datenpunkte	Raw Beta	Unlevered Beta
Deutsche Telekom AG	MSCI World Index	104	0,2	0,1
Elisa Oyj	MSCI World Index	104	0,7	0,5
Mobistar SA/NV	MSCI World Index	104	0,6	0,5
Orange S.A.	MSCI World Index	104	0,7	0,3
Sonaecom, S.G.P.S.,S.A.	MSCI World Index	104	0,7	0,4
Telefónica S.A.	MSCI World Index	104	1,1	0,6
Telenor ASA	MSCI World Index	104	0,6	0,5
TeliaSonera Aktiebolag	MSCI World Index	104	1,0	0,8
Vodafone Group plc	MSCI World Index	104	0,8	0,6
<b>Durchschnitt</b>				<b>0,5</b>

Quelle: CapitalIQ

354. Auf Basis des Mittelwertes der ermittelten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen halten wir den Ansatz eines sog. unlevered Beta-Faktors für TDH AG von rund 0,5 für sachgerecht.
355. Den unlevered Beta-Faktor haben wir im Bewertungskalkül an die erwartete künftige Kapitalstruktur von TDH AG angepasst (sog. „Gearing“ oder „Levering“). Die Anpassung des Beta-Faktors an die jeweils aktuelle Kapitalstruktur wurde in den einzelnen Planperioden und für die Phase II vorgenommen.

### 2.3.3. Wachstumsabschlag

356. Das künftige Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet.
357. Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im so genannten Wertbeitrag aus Thesaurierungen ebenfalls in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.
358. Wie bereits in Kapitel F 2.2 „Erwartete Nettoausschüttungen des operativen Geschäfts“ ausgeführt, halten wir im Hinblick auf die Wachstumschancen sowie die mögliche Entwicklung des Marktes auf Basis der zum Ende der Detailplanungsphase gegebenen Kapitalausstattung und Unternehmenssubstanz ein jährliches Wachstum der finanziellen Überschüsse und damit einen Wachstumsabschlag von 0,5% für angemessen.

### 2.3.4. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

359. In der folgenden Tabelle sind die für die zu betrachtenden Zeiträume relevanten Kapitalisierungszinssätze zusammenfassend dargestellt, wobei sich Veränderungen des Risikozuschlags aus Veränderungen der Finanzierungsstruktur im Detailplanungszeitraum und in der ewigen Rente ergeben:

**TDH AG - Kapitalisierungszinssatz**

	<b>Plan 2014</b>	<b>Plan 2015</b>	<b>Plan 2016</b>	<b>Plan 2017</b>	<b>Plan 2018</b>	<b>Phase II</b>
Basiszinssatz vor pers. ESt	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Abgeltungssteuer (26,38%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)
<b>Basiszinssatz nach pers. ESt</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta-Faktor unverschuldet	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Verschuldungsgrad	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
Beta verschuldet (periodenspezifisch)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Risikoprämie nach pers. ESt</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>
<b>Eigenkapitalkosten nach pers. ESt</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,5%</b>
Wachstumsabschlag						(0,5%)
<b>Kapitalisierungszinssatz nach pers. ESt und Wachstumsabschlag</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,0%</b>

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

360. Die Bandbreite der abgeleiteten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern von 4,5% bis 5,2% kann in eine Bandbreite der abgeleiteten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern von 5,7% bis 6,5% überführt werden.

## 2.4. Ertragswert des operativen Geschäfts

361. Auf Basis der vorstehend abgeleiteten zu diskontierenden Netto-Ausschüttungen an die Anteilseigner und der periodenspezifischen Ansätze des Kapitalisierungszinssatzes leitet sich der Ertragswert des operativen Geschäfts der TDH AG zum 11. Februar 2014 wie folgt ab:

### TDH AG - Ertragswert des operativen Geschäfts

in Mio. EUR	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>244</b>	<b>278</b>	<b>317</b>
Kapitalisierungszinssatz	5,2%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,0%
Diskontierungsfaktor	0,95	0,91	0,86	0,82	0,79	19,63
<b>Diskontierte Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	<b>70</b>	<b>130</b>	<b>171</b>	<b>201</b>	<b>219</b>	<b>6.227</b>
<b>Ertragswert des operativen Geschäfts zum 31. Dezember 2013</b>	<b>7.018</b>					
<b>Ertragswert des operativen Geschäfts zum 11. Februar 2014</b>	<b>7.059</b>					

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

362. Der Ertragswert des operativen Geschäfts ergibt sich aus der Summe der diskontierten Nettoausschüttungen. Die Nettoausschüttungen werden im ersten Schritt auf den 31. Dezember 2013 diskontiert und anschließend auf den Bewertungsstichtag 11. Februar 2014 aufgezinst.
363. Die Diskontierung wird mit periodenspezifischen Zinssätzen vorgenommen, die mit der sich im Zeitablauf ändernden Kapitalstruktur der TDH AG schwanken.
364. Wir haben die Annahme getroffen, dass Thesaurierungen in der ewigen Rente (Phase II) wertneutral wiederangelegt werden, d.h. dass die Wertzuwächse in Höhe der Kapitalkosten erwirtschaften. In der ewigen Rente unterliegen diese Wertzuwächse der Kapitalertragsteuer (z.B. beim Verkauf der Anteile). Den Barwert der Wertzuwächse haben wir als Wertbeitrag aus Thesaurierung berücksichtigt.
365. Auf Grund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung, welcher der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist.
366. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen, wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen von 2,25%, 2,50%, 2,75%, 3,00% und 3,25% berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und -vorgehensweisen unverändert bleiben.



367. Die nachstehende Tabelle zeigt die auf dieser Grundlage ermittelten Unternehmenswerte im Überblick:

### **TDH AG - Szenarioanalyse Ertragswert**

<b>Basiszinssatz</b>	<b>Unternehmenswert in Mio. EUR</b>
2,25%	7.727
2,50%	7.379
2,75%	7.059
3,00%	6.764
3,25%	6.491

Quelle: PwC Analyse

368. Basierend auf der von uns durchgeführten Szenarioanalyse führt eine Veränderung des Basiszinssatzes von ursprünglich 2,75% um -0,5 Prozentpunkte bzw. +0,5 Prozentpunkte zu einer Bandbreite des Unternehmenswerts von EUR 6.491 Mio. zu 7.727 Mio.

## 2.5. Liquidationswert

369. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung der Liquidationswert zu Grunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen. Da eine überschlägige Ermittlung im vorliegenden Fall ausreichend ist, um die Annahme zu rechtfertigen, dass der ermittelte objektivierte Unternehmenswert den Liquidationswert übersteigt, wurde der genaue Liquidationswert nicht berechnet.
370. Zur Überprüfung, ob der Liquidationswert den ermittelten Ertragswert übersteigt, wurde der Liquidationswert der TDH AG überschlägig auf Basis der letzten verfügbaren Informationen zur Vermögenslage der Gesellschaft aus dem Konzernabschluss zum 31. Dezember 2012 ermittelt und dem von uns nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert des betriebsnotwendigen Vermögens gegenübergestellt. Auskunftsgemäß hat die TDH AG kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
371. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögensgegenstände bestimmt. Wir haben bei unseren Berechnungen unterstellt, dass das Sachanlagevermögen zum Buchwert veräußert werden kann. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen überwiegend aus Geschäfts- und Firmenwerten sowie Mobilfunklizenzen. Der geschätzte Liquidationswert der Geschäfts- und Firmenwerte ist niedriger als sein Buchwert. Kundenbeziehungen können an andere Anbieter von Mobilfunkdienstleistungen verkauft werden, wohingegen Teile der Geschäfts- und Firmenwerte keinen Liquidationswert haben. Bei den sonstigen immateriellen Vermögenswerten können beispielsweise Mobilfunklizenzen nicht an andere Mobilfunknetzbetreiber verkauft, sondern lediglich ohne Gegenleistung an die zuständige Regulierungsbehörde zurückgegeben werden. Die Berücksichtigung dieser Sachverhalte alleine führt zu einem Liquidationswert der unterhalb des ermittelten Wertes des betriebsnotwendigen Vermögens liegt. Ferner reduziert die Berücksichtigung zusätzlicher Anpassungen im Liquidationsfall bei Vorräten und Forderungen den Liquidationswert noch weiter.

## 2.6. *Plausibilisierung des Unternehmenswerts auf Basis von Multiplikatoren*

### 2.6.1. Grundsätzliche Vorgehensweise

372. Die Bewertungspraxis kennt vereinfachte Verfahren auf Basis von Multiplikatoren, die zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode oder DCF-Methode herangezogen werden können. Hierbei wird der Unternehmenswert anhand eines mit dem Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgsgröße des Bewertungsobjekts abgeschätzt.
373. Geeignete Multiplikatoren können aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (so genannte Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts regelmäßig niedriger.
374. Um ein umfassendes Verständnis im Rahmen der Multiplikatorbetrachtung zu entwickeln, haben wir im vorliegenden Fall unsere Analyse sowohl für Multiplikatoren, welche aus Kapitalmarktdaten abgeleitet werden können, als auch für Multiplikatoren, die aus vergleichbaren Transaktionen resultieren, durchgeführt.
375. Im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung lassen sich Multiplikatoren auf Basis verschiedener Erfolgsgrößen anwenden:
- KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis): Equity Multiplikator, der die Ertragskraft des Unternehmens nach allen Aufwendungen (insbesondere nach Bedienung der Fremdkapitalgeber und nach Steuern) als Referenzgröße für den Wert des Eigenkapitals heranzieht. Die Verwendung dieses Multiplikators setzt einen vergleichbaren Verschuldungsgrad voraus.
  - EV/EBIT (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern und Zinsen): Entity Multiplikator, neutralisiert in gewissem Umfang unterschiedliche Kapitalstrukturen. Der Gesamtunternehmenswert umfasst den so genannten Marktwert des Fremdkapitals und ist insoweit vom zu ermittelnden Unternehmenswert (so genannter Marktwert des Eigenkapitals) zu unterscheiden
  - EV/EBITDA (Gesamtunternehmenswert zu Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen): Entity Multiplikator, neutralisiert in gewissem Umfang unterschiedliche Kapitalstrukturen und setzt vergleichbare Ausgaben für abzuschreibendes Anlagevermögen voraus.

- EV/Umsatz: (Gesamtunternehmenswert zu Umsatz): Entity Multiplikator, neutralisiert unterschiedliche Kapitalstrukturen und unterstellt vergleichbare Umsatzrentabilität.

376. Weiterhin können auch nichtfinanzielle, quantitative Kennzahlen (z. B. Anzahl der Mitarbeiter) zu einer Multiplikatorbewertung herangezogen werden. Generell ist die tatsächliche Korrelation dieser Kennzahlen mit dem Unternehmenswert zu hinterfragen.

## 2.6.2. Bewertung mit Multiplikatoren auf Basis von Kapitalmarktdaten

### Ableitung der Multiplikatoren

377. Wir haben die kapitalmarktorientierte Bewertung der TDH AG unter Zugrundelegung von Multiplikatoren des Gesamtunternehmenswertes der Vergleichsunternehmen und deren zu erwartenden EBITDA vorgenommen. Wir haben die Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015 als Basisjahre für unsere Bewertung ausgewählt, da es für diesen Prognosezeitraum eine ausreichende Anzahl an Analystenprognosen für die Vergleichsunternehmen gibt.
378. Der EBITDA-Multiplikator resultiert aus dem Verhältnis des Gesamtunternehmenswertes zum EBITDA des jeweiligen Unternehmens. Der Gesamtunternehmenswert wurde dabei aus der Börsenkapitalisierung zuzüglich verzinslichem Fremdkapital und Minderheitenanteilen der Vergleichsunternehmen und abzüglich vorhandener Liquidität (sog. "excess cash") ermittelt.
379. Als Grundlage für die Ableitung der Multiplikatoren auf die durchschnittlichen EBITDA-Schätzungen haben wir für die Vergleichsunternehmen, welche ebenfalls für die Beta-Faktor Ermittlung verwendet wurden, auf Daten der Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015 des Finanzinformationsdienstleisters CapitalIQ zurückgegriffen.
380. Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren auf Basis der ausgewerteten Kapitalmarktdaten:

### TDH AG - Trading-Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen

Unternehmen	EV in Mio. EUR	2013		2014		2015	
		EBITDA- Schätzung in Mio. EUR	EBITDA- Multiplikator	EBITDA- Schätzung in Mio. EUR	EBITDA- Multiplikator	EBITDA- Schätzung in Mio. EUR	EBITDA- Multiplikator
Deutsche Telekom	95.851	17.240	5,6x	17.570	5,5x	17.851	5,4x
Elisa Oyj	3.797	499	7,6x	510	7,4x	513	7,4x
Orange S.A.	57.479	12.621	4,6x	12.251	4,7x	12.134	4,7x
Mobistar SA/NV	1.228	337	3,6x	321	3,8x	314	3,9x
Sonaecom, S.G.P.S., S.A.	1.140	241	4,7x	239	4,8x	242	4,7x
Telefónica, S.A.	108.051	19.689	5,5x	19.695	5,5x	19.803	5,5x
Telenor ASA	35.449	4.861	7,3x	5.194	6,8x	5.459	6,5x
TeliaSonera Aktiebolag	32.259	4.164	7,7x	4.247	7,6x	4.318	7,5x
Vodafone Group PLC*	153.404	15.161	10,1x	15.582	9,8x	16.359	9,4x

\* Der Vodafone Multiplikator ist aufgrund der At-Equity-Konsolidierung von Verizon Wireless verzerrt. Eine mögliche Anpassung hätte allerdings keinen Einfluss auf die Resultate unserer Analyse.

Quelle: CapitalIQ, PwC Analyse

### Multiplikatorbewertung

381. Wendet man die EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf das für die TDH AG im Geschäftsjahr 2013, 2014 und 2015 prognostizierte EBITDA an, ergibt sich folgendes Bild:

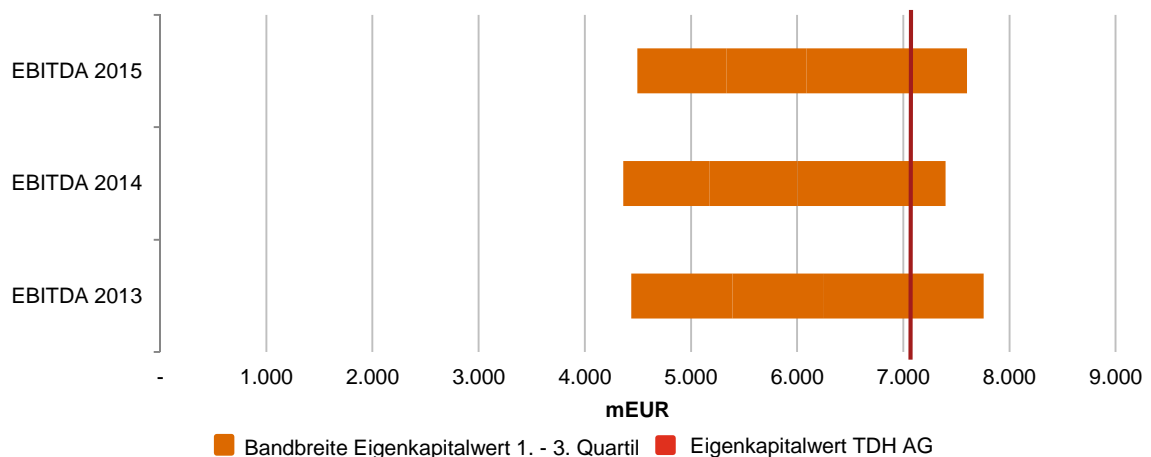
#### TDH - Trading-Multiplikator-Bewertung

	2013	2014	2015
<b>Multiplikator</b>			
1. Quartil	4,7x	4,8x	4,7x
Median	5,6x	5,5x	5,5x
Durchschnitt	6,3x	6,2x	6,1x
3.Quartil	7,6x	7,4x	7,4x
<i>EBITDA in Mio. EUR</i>	<i>1.156</i>	<i>1.133</i>	<i>1.168</i>
<b>Gesamtunternehmenswert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	5.475	5.400	5.532
Median	6.428	6.215	6.373
Durchschnitt	7.290	7.041	7.128
3.Quartil	8.794	8.436	8.638
<i>Nettofinanzverbindlichkeiten in Mio. EUR</i>	<i>1.039</i>		
<b>Eigenkapitalwert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	4.436	4.361	4.494
Median	5.389	5.176	5.334
Durchschnitt	6.251	6.002	6.089
3.Quartil	7.756	7.397	7.600

\* Unter EBITDA versteht sich OIBDA in der Terminologie der TDH AG

Quelle: CapitalIQ, PwC Analyse

#### TDH AG - Trading-Multiplikatoren (1. Quartil - 3. Quartil)



Quelle: CapitalIQ, PwC Analyse

382. Auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren der Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015 der Vergleichsunternehmen, haben wir eine Bandbreite zwischen dem ersten und dritten Quartil ermittelt, wodurch wir die geringsten und die höchsten 25% der Multiplikatoren ausgeschlossen

haben. Der resultierende Gesamtunternehmenswert der TDH AG liegt zwischen EUR 5.400 Mio. und EUR 8.794 Mio. Die Nettofinanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 1.039 Mio. wurden als Differenz zwischen verzinslichem Fremdkapital und vorhandener Liquidität (excess cash) zum 31. Dezember 2013 berechnet. Abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten der TDH AG von rund EUR 1.039 Mio., ergibt sich für den Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) der TDH AG eine Bandbreite zwischen EUR 4.361 Mio. und EUR 7.756 Mio.

383. Demzufolge liegt der zuvor ermittelte Eigenkapitalwert der TDH AG innerhalb der aus den Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite. Da die Eigenkapitalbandbreiten nicht den Wert von TDH AG's steuerlichem Verlustvortrag in Höhe von EUR 0,9 Mrd. reflektieren und sich daher die Eigenkapitalbandbreiten durch eine entsprechende Anpassung weiter nach rechts verschieben würden, wird die Plausibilität der Planungsrechnung auf Basis der Ertragswertmethode hierdurch bekräftigt.

#### Ableitung der Transaktions-Multiplikatoren

384. Für die nachstehende Darstellung der Transaktions-Multiplikatoren haben wir Übernahmen durch strategische Investoren während der letzten zwölf Monate (Dez. 2012 bis Dez. 2013) im europäischen Telekommunikationsmarkt analysiert.
385. Für unsere Analyse haben wir Transaktionen mit einem Kaufpreis von weniger als EUR 100 Mio. von der Betrachtung ausgenommen.
386. Wir beziehen uns bei unserer Analyse auf Transaktionen, Transaktionsumfang und EBITDA-Schätzungen für ein Jahr nach der Veröffentlichung der Transaktion durch den Finanzinformationsdienstleister mergermarket als Ausgangspunkt für die Ermittlung der Multiplikatoren. Gemäß mergermarket ist der Transaktionsumfang als Summe des Betrages, der vom Erwerbenden für den Eigenkapitalanteil im Zielunternehmen vergütet wird und des Wertes der Nettofinanzverbindlichkeiten des Zielunternehmens, definiert.
387. Da nicht für alle Transaktionen die entsprechenden EBITDA-Informationen veröffentlicht werden, haben wir Transaktionen, für die diese Informationen nicht verfügbar waren, von der Betrachtung ausgeschlossen.
388. Es ergeben sich daher folgende Transaktions-Multiplikatoren:

#### TDH AG - Transaktions-Multiplikatoren von Telekommunikationsunternehmen

Ank.-Datum	Abschluss-Datum	Zielunternehmen	Käufer	Kaufpreis in Mio. EUR	EBITDA Multiplikator
10/10/2013	-	DNA Ltd (12.97% Stake)	Finda Oy ; PHP Holding Oy	103	2,0
02/09/2013	-	Vodafone Italia (23% Stake)	Vodafone Group Plc	2.653	4,4
26/07/2013	25/07/2013	Ziggo B.V. (8.75% Stake)	Liberty Global Plc	487	10,1
24/06/2013	14/10/2013	Kabel Deutschland Holding AG (76.57% Stake)	Vodafone Group Plc	8.634	12,1
26/04/2013	31/07/2013	Cosmo Bulgaria Mobile EAD	Telenor ASA	717	5,3
28/03/2013	28/03/2013	Ziggo B.V. (12.65% Stake)	Liberty Global Plc	633	9,4
07/02/2013	01/10/2013	Hellas Sat (99.05% Stake)	Arabsat	155	7,0
06/02/2013	07/06/2013	Virgin Media Inc	Liberty Global Plc	18.485	9,7
17/12/2012	11/01/2013	Telenet Holding NV	Liberty Global Plc	1.972	9,2

Quelle: mergermarket, PwC Analyse

**Bewertung auf Grundlage der Transaktions-Multiplikatoren**

389. Wendet man die oben angeführten Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen auf das für die TDH AG im Geschäftsjahr 2013, 2014 und 2015 prognostizierte EBITDA an, ergibt sich folgendes Bild:

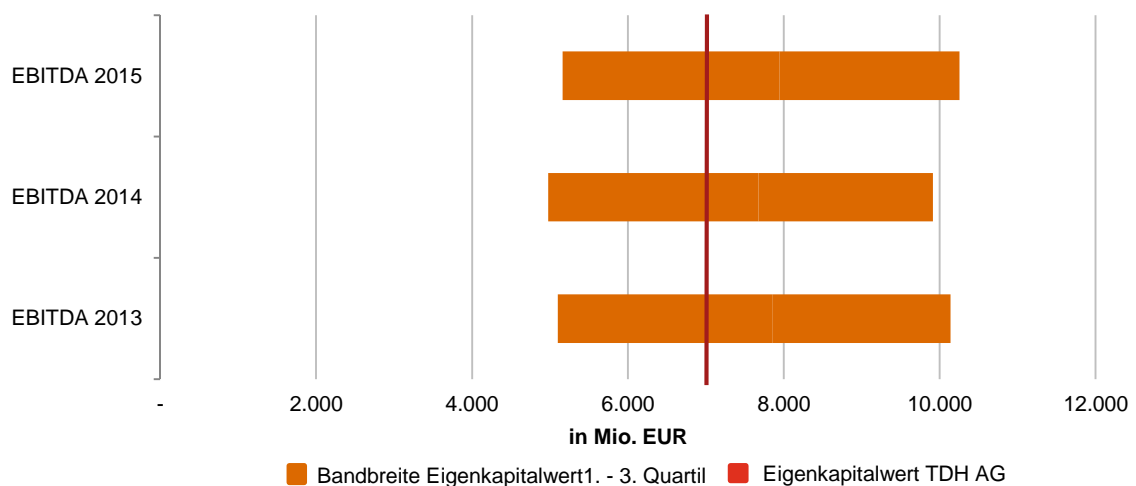
**TDH AG - Transaktions-Multiplikator Bewertung**

	2013	2014	2015
<b>Multiplikator</b>			
1. Quartil	5,3x	5,3x	5,3x
Median	9,2x	9,2x	9,2x
Durchschnitt	7,7x	7,7x	7,7x
3.Quartil	9,7x	9,7x	9,7x
<i>EBITDA in Mio. EUR</i>	<i>1.156</i>	<i>1.133</i>	<i>1.168</i>
<b>Gesamtunternehmenswert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	6.140	6.016	6.203
Median	10.615	10.400	10.724
Durchschnitt	8.893	8.713	8.984
3.Quartil	11.179	10.952	11.293
<i>Nettofinanzverbindlichkeiten in Mio. EUR</i>	<i>1.039</i>		
<b>Eigenkapitalwert in Mio. EUR</b>			
1. Quartil	5.102	4.978	5.165
Median	9.577	9.362	9.685
Durchschnitt	7.854	7.674	7.945
3.Quartil	10.140	9.914	10.254

\* Unter EBITDA versteht sich OIBDA in der Terminologie der TDH AG

Quelle: mergermarket, PwC Analyse

**TDH AG - Transaktions-Multiplikator (1. Quartil - 3. Quartil)**



Quelle: mergermarket, PwC Analyse

390. Auf Basis der EBITDA-Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen innerhalb eines Jahres nach der Transaktionsankündigung, haben wir eine Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert der TDH

AG zwischen EUR 6.016 Mio. und EUR 11.293 Mio. ermittelt. Die Nettofinanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 1.039 Mio. wurde als Differenz zwischen verzinslichem Fremdkapital und vorhandener Liquidität zum 31. Dezember 2013 berechnet. Abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten der TDH AG von rund EUR 1.039 Mio., ergibt sich für den Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) der TDH AG eine Bandbreite zwischen EUR 4.978 Mio. und EUR 10.254 Mio.

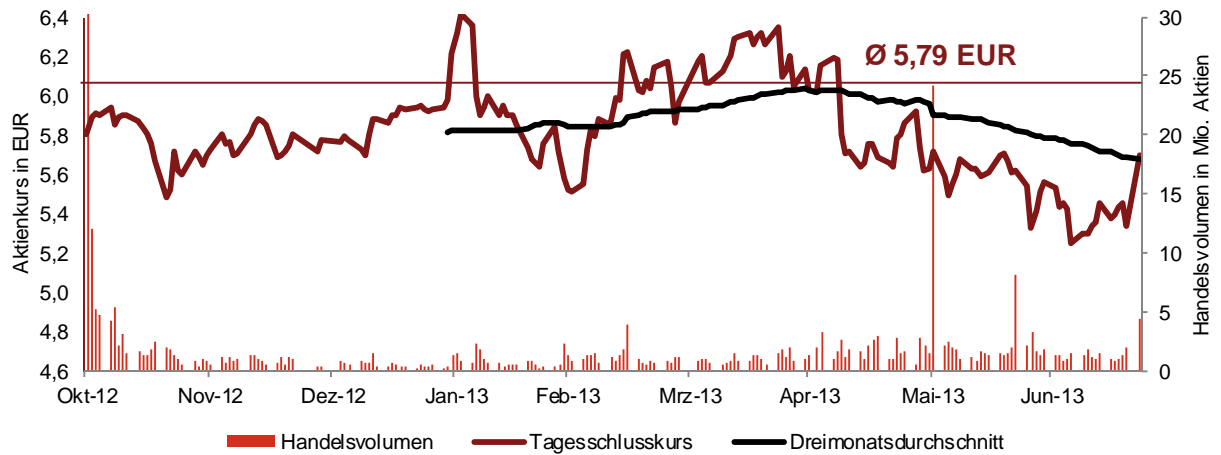
391. Demzufolge liegt der zuvor ermittelte Eigenkapitalwert der TDH AG ungefähr in der Mitte der aus den Transaktions-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreite. Wir erachten daher den ermittelten Eigenkapitalwert auf Basis des Ertragswertverfahrens als plausibel.

## *2.7. Weitere Überlegungen zum Unternehmenswert - Börsenkurs*

392. Der Wert eines Unternehmens oder der Aktien eines Unternehmens muss nach den Prinzipien des IDW S1 vom Börsenkurs oder der Marktkapitalisierung auf Basis des Börsenkurses (Anzahl der Aktien multipliziert mit dem Börsenkurs) unterschieden werden. Unternehmensbewertungen basieren auf einer detaillierten Analyse von Daten zum Bewertungsobjekt, die normalerweise den Kapitalmarktteilnehmern oder der Öffentlichkeit nicht zur Verfügung stehen. Dies trifft insbesondere auf die Planungsrechnung und das Budget zu.
393. Gemäß Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes, darf der Marktwert der eingetragenen Aktien in bestimmten Bewertungsfällen (Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305, 320b und 327a ff. des AktG), nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses ermittelt werden. Das Bundesverfassungsgericht hat der Verwendung der Ertragswertmethode in solchen Bewertungsfällen grundsätzlich zugestimmt; sollte der Ertragswert in solchen Fällen allerdings unter den Börsenkurs fallen, muss der Börsenkurs als Minimalwert übernommen werden. Dieses Vorgehen darf nicht angewendet werden, sofern der Börsenkurs nicht mit dem Marktwert der Aktien korrespondiert, z.B. aufgrund einer Marktengung oder einer Manipulation des Aktienkurses. Es ist daher bei der Betrachtung wichtig, immer einen angemessenen Durchschnittspreis heranzuziehen, sofern der Börsenkurs übernommen wird.
394. Die Aktien der TDH AG werden im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE000A1J5RX9 gehandelt.
395. Am 23. Juli 2013 veröffentlichte die TDH AG eine Ad-hoc-Mitteilung gemäß § 15 WpHG, in der die TDH AG über die Unterzeichnung einer Vereinbarung mit KPN bezüglich des Erwerbs von KPNs deutschem Mobilfunkgeschäft E-Plus informierte.
396. Im Zeitraum zwischen dem Börsengang der TDH AG am 30. Oktober 2012 und dem Tag vor der Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung am 23. Juli 2013 notierte der Aktienkurs der TDH AG zwischen EUR 5,25 und EUR 6,41. Die Marktkapitalisierung schwankte folglich zwischen EUR 5.864 Mio. und EUR 7.156 Mio.

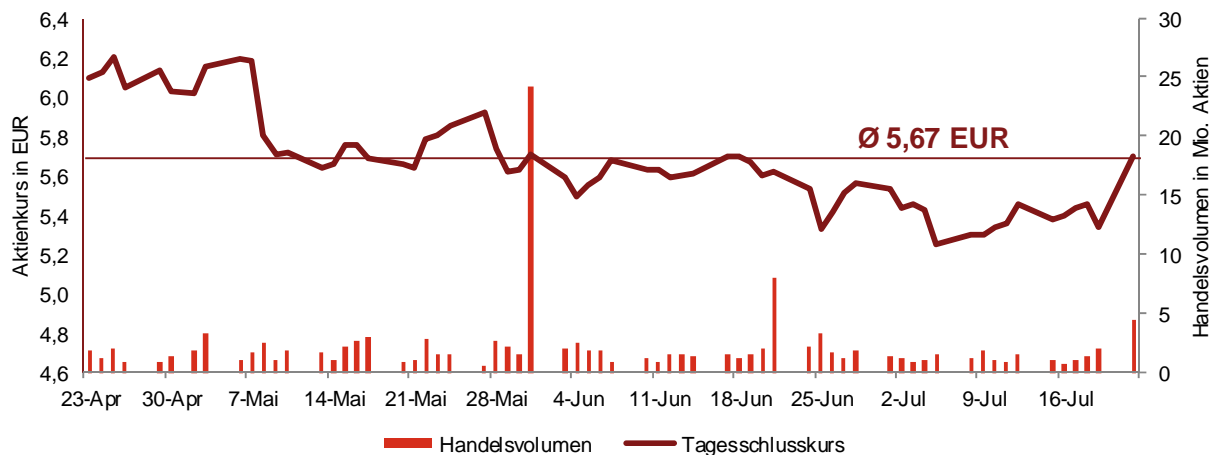


### Aktienkursentwicklung der TDH AG vom 30. Oktober 2012 bis zum 22. Juli 2013



397. In den drei Monaten vor der Ad-hoc-Mitteilung schwankte der Aktienkurs der TDH AG zwischen EUR 5,25 und EUR 6,21, was einer Marktkapitalisierung von EUR 5.864 Mio. und EUR 6.936 Mio. entspricht. Der umsatzgewichtete Durchschnittskurs im Dreimonatszeitraum zwischen dem 23. April 2013 und dem 22. Juli 2013 beträgt EUR 5,67. Die Marktkapitalisierung beläuft sich folglich auf EUR 6.333 Mio.

### Aktienkursentwicklung der TDH AG vom 23. April zum 22. Juli 2013



398. Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) zu börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung einer Barabfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung 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.). Dieses Vorgehen haben wir auf den vorliegenden Fall sinngemäß übertragen.

399. Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum des Aktienkurses hat der Bundesgerichtshof mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 (z.B. abgedruckt in NZG 2010, 939) - in Abweichung zu seinem Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00 (maßgeblich war danach der Drei-Monats-Durchschnittskurs abgeleitet über einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung) - entschieden, dass der der Barabfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.
400. Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO („Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt. Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, so dass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne Einfluss durch die Maßnahme widerspiegelt. Außerdem ist - wie der BGH betont - der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.
401. Wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit der betreffenden Aktie stattgefunden hat und aufgrund einer bestehenden Marktengeng der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist, kann nach höchstrichterlicher Rechtsprechung nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem Beschluss vom 27. April 1999 festgehalten, dass eine kursverzerrende Marktengeng schon dann vorliegen kann, wenn 95 % der Aktien unverkäuflich sind.
402. Telefónica S.A. hält momentan ungefähr 76,83% der Aktien. Der Streubesitz beläuft sich dementsprechend auf ungefähr 23,17%.
403. Weiter konkretisiert wird die sog. Marktengeng lediglich durch § 5 WpÜG-AngVO, auf den der BGH in der Begründung seines Beschlusses vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 ebenfalls verweist. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO ist ein Börsenkurs dann nicht maßgeblich, wenn im heranzuziehenden Dreimonatszeitraum „an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden (sind) und ... mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab(weichen).“
404. In dem dreimonatigen Referenzzeitraum vom 23. April bis zum 22. Juli 2013 wurde die Aktie der TDH AG an 64 Tagen von 64 möglichen Handelstagen gehandelt. Dies lässt auf eine Liquidität der Aktie im Sinne der Rechtsprechung und der WpÜG-AngVO schließen. Im betrachteten dreimonatigen

Zeitraum gab es lediglich zwei Kurssprünge von über 5 %. Aufgrund des sehr regelmäßigen Handels liegt somit keine eindeutig nachweisbare Marktengende vor.

405. Daher haben wir als Untergrenze für den Marktwert der Aktien die Marktkapitalisierung in Höhe von EUR 6.333 Mio., welche durch die Anwendung des umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses vor der Ad-hoc-Mitteilung vom 23. Juli 2013 festgelegt wird, verwendet.

## G. Synergien

### 1. Beschreibung der Synergien

406. Durch den Zusammenschluss von E-Plus und der TDH AG zu einem integrierten Telekommunikationsanbieter werden erhebliche Synergiepotentiale erschlossen. Das TDH AG Management geht davon aus, dass Synergien vor allem in den Bereichen Vertrieb, Kundenservice und Netzwerkinfrastruktur erzielt werden. Zusätzlich entstehen weitere Synergieeffekte im Finanzierungs- und Steuerbereich sowie durch zusätzliche Umsätze und weitere Synergien, die hier nur teilweise betrachtet werden. Dabei werden ausschließlich Synergieeffekte, die sich auf Ebene der TDH AG realisieren lassen, berücksichtigt. Mögliche Synergiepotenziale, die sich im weiteren Verbund der TEF Gruppe ergeben könnten, werden aus der Betrachtung ausgeschlossen.
407. Im Folgenden werden die geplanten zukünftigen Synergieeffekte für die Jahre 2014 bis 2018 abzüglich der Integrationskosten dargestellt. Die Synergieplanung wurde uns durch das TDH AG Management zur Verfügung gestellt:

#### Synergien

in Mio. EUR	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018
Rohertrag	0,5	16,4	32,5	42,8	42,8
Vertrieb und Kundenservice	35,3	125,3	152,7	166,1	179,4
Netzwerk	29,5	74,6	177,0	256,6	252,1
Verwaltung	10,5	79,1	101,7	106,7	106,7
Integrationskosten und weitere Effekte	(147,2)	(207,4)	(156,8)	(35,4)	-
<b>Operative Synergien</b>	<b>(71,5)</b>	<b>87,9</b>	<b>307,1</b>	<b>536,8</b>	<b>581,1</b>
Investitionen	48,6	59,2	95,4	72,1	168,0
<b>Cash Flow Synergien</b>	<b>(22,9)</b>	<b>147,1</b>	<b>402,5</b>	<b>608,9</b>	<b>749,0</b>

Quelle: TDH AG, PwC Analyse

408. Der Synergieeffekt auf Ebene des Rohertrags beinhaltet die geplanten Umsatzsynergien abzüglich der korrespondierenden direkten Materialkosten. Der daraus resultierende Effekt beläuft sich auf EUR 0,5 Mio. in 2014 und steigt bis zum Ende der Planungsperiode in 2018 auf EUR 42,8 Mio. an. Es wird erwartet, dass sich nach dem Vollzug der Transaktion zusätzliche Geschäftschancen im Bereich von kleinen und mittleren Unternehmen auf der Grundlage einer breiteren und hochwertigeren Serviceplattform und Infrastruktur bieten. Zusätzlich wird erwartet, durch die breitere Kundenbasis Cross-Selling Potenziale für stationäre Breitbandprodukte zu nutzen. Die Planung berücksichtigt auch einzelne Dissynergien im Bereich der Großkunden durch die Transaktion. Zur Ableitung des Rohertrags in den einzelnen Planjahren verwendet TDH AG eine durchschnittliche Rohertragsmarge von bis zu 44%.
409. Die Synergien im Bereich Vertrieb und Kundenservice steigen erwartungsgemäß von EUR 35,3 Mio. in 2014 auf EUR 179,4 Mio. in 2018. Die Integration beider Vertriebsstrukturen führt zu

Effizienzgewinnen im Vertrieb und Kundenservice, da die best practice beider Unternehmen und Skaleneffekte genutzt werden können. Ferner sind eine effizientere Steuerung der Vertriebskanäle und Einsparungen bei den Gemeinkosten möglich. TDH AG geht davon aus, dass nach der Integration die Anzahl der Verkaufsshops beider Unternehmen um 1/3 reduziert werden kann, was zu Miet- und Personalkosteneinsparungen führt. Aus Sicht der TDH AG beinhalten die Planungswerte weiterhin verbesserte Konditionen für Verkaufsprovisionen und -boni. Das TDH AG Management geht davon aus, dass durch eine starke Markenpositionierung des zusammengeführten Unternehmens als führender digitaler Telekommunikationsanbieter der Onlinevertrieb steigt und weiteres Synergiepotenzial erschlossen wird.

410. Die Synergien im Bereich des gemeinsamen Netzwerks belaufen sich annahmegemäß auf EUR 252,1 Mio. in 2018, beginnend mit EUR 29,5 Mio. in 2014. Es wird erwartet, dass die beiden kombinierten Einheiten von der Konsolidierung ihrer Backbone-, Zuführungs- und Zugangsnetze und dem damit verbundenen reduzierten Betriebsaufwand durch Netzwerkintegration profitieren. Es ist zu erwarten, dass die geplante Reduktion von 14.000 Basisstationen zu Synergieeffekten z.B. bei Mieten, Strom und Wartung sowie Transportkosten führt. Zudem kann durch den Zusammenschluss die positiv skalierbare Transportvereinbarung mit der Deutschen Telekom besser ausgenutzt werden.
411. Im Bereich der Verwaltung erwartet die TDH AG Einsparungen in Höhe von EUR 10,5 Mio. in 2014, die bis 2018 auf EUR 106,7 Mio. steigen. Durch angestrebte Rationalisierungen von Abläufen und einer anhaltenden Fokussierung auf eine schlankere und beweglichere Organisation geht man davon aus, Synergien in den Bereichen IT, Administration und Büromieten zu heben. Des Weiteren geht die TDH AG davon aus, dass nach dem Zusammenschluss das gemeinsame Werbe- und Marketingbudget reduziert werden kann.
412. Die geplanten Synergieeffekte werden teilweise durch die erwarteten Integrationskosten aufgehoben. Die Kosten setzen sich im Wesentlichen aus Abfindungszahlungen, Konventionalstrafen aufgrund gekündigter Mietverhältnisse und Netzwerk- bzw. IT Migrationskosten zusammen. Die vollständige Integration wird voraussichtlich Ende 2018 abgeschlossen sein.
413. Darüber hinaus wird erwartet, dass die kombinierten Einheiten von einer gesteigerten 3G Netzqualität profitieren. Insbesondere geht man davon aus, dass der aus TDH AG und E-Plus neu geschaffene Telekommunikationsanbieter eine gemeinsam abgestimmte und bundesweit einheitliche LTE-Ausbaustrategie verfolgt. Die damit verbundene Reduzierung der notwendigen Antennenstandorte und folglich der Netzwerktechnik resultiert in geringeren Investitionsausgaben, die um bis zu 20% geringer sind als die jeweiligen Investitionsbudgets vor Zusammenlegung.
414. Zusammenfassend geht das TDH AG Management davon aus, dass die Cash Flow-Synergien abzüglich der Integrationskosten von EUR -22,9 Mio. in 2014 auf EUR 749,0 Mio. in 2018 steigen werden. Die Synergieeffekte in 2018 entsprechen ca. 10% der kombinierten Gesamtkosten und ca. 14,5% der kombinierten Investitionen beider Unternehmen vor Synergien. Die dargestellten Umsatzsynergien machen ca. 1,3% des kombinierten Gesamtumsatzes aus. Grundsätzlich können Kostensynergien mit größerer Sicherheit prognostiziert werden, da diese maßgeblich von den sich zusammenschließenden Unternehmen selbst abhängen. Im Gegensatz dazu spielen bei der Realisierung von Umsatzsynergien weitere Faktoren wie das grundsätzliche Kundenverhalten und Reaktionen der Wettbewerber eine wichtige Rolle.

415. Wir haben die erwarteten Synergien auf Basis von Diskussionen mit dem TDH AG Management, den zur Verfügung gestellten Unternehmensplanungen und den uns von der TDH AG zusätzlich zur Verfügung gestellten Informationen plausibilisiert. In diesem Zusammenhang haben wir detaillierte Herleitungen von Synergien analysiert und verschiedene Annahmen auf Basis unserer Industrieexpertise und unserer Kenntnis der beiden Unternehmen überprüft. Zusammenfassend stellen wir fest, dass die vollständige Realisierung der geplanten Synergieeffekte sehr herausfordernd sein wird. Dem gegenüber sehen wir zusätzliches Synergiepotenzial, das nicht in der oben dargestellten Planung berücksichtigt wurde. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um weitere Synergieeffekte in den Bereichen Verwaltung, IT und bei bestimmten Backoffice Funktionen sowie um Finanzierungs- und Steuersynergien (z.B. frühere Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge aufgrund einer höheren gemeinsamen Steuerbemessungsgrundlage). Mögliche zusätzliche Synergien beim Erwerb von Mobilfunklizenzen wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Folglich erachten wir auf Grundlage unserer Analysen die in der Planungsrechnung dargestellten Synergiepotentiale insgesamt für plausibel.

## 2. Bewertung der Synergien

416. Die prognostizierte EBIT-Reihe haben wir unter Berücksichtigung des Zinsergebnisses, der Ertragsteuern der Gesellschaft und der Abgeltungssteuer (inkl. SoliZ) der Anteilseigner in erwartete Netto-Ausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Auf Basis der nachstehend beschriebenen Vorgehensweise und getroffenen Annahmen leiten sich die erwarteten Netto-Ausschüttungen an die Anteilseigner nach persönlichen Ertragsteuern wie folgt ab:

### Synergie-Bewertung - TDH AG / E-Plus

in Mio. EUR	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Phase II
Operative Synergien	(71)	88	307	537	581	598
Abschreibungen	7	15	29	39	63	196
<b>EBIT</b>	<b>(65)</b>	<b>103</b>	<b>336</b>	<b>576</b>	<b>644</b>	<b>794</b>
Finanzergebnis	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>(65)</b>	<b>103</b>	<b>336</b>	<b>576</b>	<b>644</b>	<b>794</b>
Unternehmenssteuern	20	(33)	(106)	(182)	(204)	(251)
<b>Ausschüttbares Ergebnis</b>	<b>(44)</b>	<b>71</b>	<b>230</b>	<b>394</b>	<b>441</b>	<b>543</b>
Thesaurierung	-	-	-	-	-	(271)
<b>Ausgeschüttetes Ergebnis</b>	<b>(44)</b>	<b>71</b>	<b>230</b>	<b>394</b>	<b>441</b>	<b>271</b>
Abgeltungssteuer zzgl. SoliZ	12	(19)	(61)	(104)	(116)	(72)
<b>Nettoausschüttung</b>	<b>(33)</b>	<b>52</b>	<b>169</b>	<b>290</b>	<b>325</b>	<b>200</b>
Fiktive Zurechnung Thesaurierung	-	-	-	-	-	271
Abgeltungssteuer zzgl. SoliZ	-	-	-	-	-	(36)
<b>Wertbeitrag aus Thesaurierung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>236</b>
<b>Zu diskontierende Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung</b>	<b>(33)</b>	<b>52</b>	<b>169</b>	<b>290</b>	<b>325</b>	<b>436</b>

Quelle: PwC Analyse

417. Das EBIT in der Detailplanungsphase von 2014 bis 2018 basiert neben der von der TDH AG zur Verfügung gestellten Synergieplanung auch auf einer Überführung der Synergien im Bereich der Investitionen in korrespondierende Abschreibungen je Planungsjahr. Hierzu wurde eine durchschnittliche Nutzungsdauer des Anlagevermögens von sieben Jahren angenommen. Für die ewige Rente (Phase II) wird ein als nachhaltig zu realisierendes Synergiepotential berücksichtigt, dass sich nach Angaben der TDH AG nach Abschluss der Integration Ende 2018 einstellt. Folglich werden keine Integrationskosten mehr für 2018 angesetzt. Die Planung der Synergien über das Jahr 2018 hinaus ist auf Basis der gegenwärtigen Kenntnisse der sich zusammenschließenden Unternehmen herausfordernd und mit Unsicherheit verbunden.
418. Wir haben keine Zinserträge respektive -aufwendungen bei der Wertableitung der Synergien berücksichtigt, da wir bezogen auf die Gesamtbewertung einen möglichen Effekt aus der Finanzierung als nicht materiell erachten.
419. Als betriebliche Ertragsteuern sind Gewerbesteuern (15,8%) unter Berücksichtigung eines gewichteten durchschnittlichen Hebesatzes und Körperschaftsteuern zuzüglich Solidaritätszuschlags berücksichtigt. Daraus ergibt sich für den vorliegenden Bewertungszweck eine betriebliche Ertragsteuer von 31,6%. Im ersten Jahr gehen wir von einem positiven Steuereffekt aufgrund der

erwarteten Integrationskosten aus. Im Vergleich dazu würde sich ein entstehender Verlustvortrag bereits in der Folgeperiode steuermindernd auswirken. Die Differenz in Bezug auf den Gesamtwert der Synergien ist nicht wesentlich.

420. Für den Detailplanungszeitraum bzw. die ewige Rente (Phase II) gehen wir von einer Ausschüttung von 100% respektive 50% aus.
421. Entsprechend den Empfehlungen des IDW sind wir im vorliegenden Bewertungsfall von einem typisierten persönlichen Steuersatz in Höhe der Abgeltungssteuer von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5% ausgegangen. Thesaurierungen und organisches Wachstum der finanziellen Überschüsse führen zu Wertsteigerungen, die auf Basis der getroffenen Typisierung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen. Diese haben wir mit 13,2% bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt.
422. Bei der Berechnung und subjektiven Bewertung von Synergien basiert der Kapitalisierungszinssatz jeweils auf der individuellen Situation eines Investors. Der anzuwendende Kapitalisierungszinssatz für die TDH AG entspricht dem eines Alternativinvestments mit vergleichbarem Risikoprofil. Die berücksichtigten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze basieren auf dem gewichteten Mittel der Kapitalisierungszinssätze der TDH AG und E-Plus unter stand-alone Annahmen (vgl. E 2.3 und F 2.3 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes). Die Kapitalisierungszinssätze der TDH AG und E-Plus unterscheiden sich aufgrund der individuellen Kapitalstrukturen in den einzelnen Perioden. Zusätzlich berücksichtigen wir einen Risikozuschlag, um ein höheres Risiko bei der Realisierung der Synergien abzubilden.
423. Marktstudien zeigen, dass tatsächlich realisierte Synergien häufig unterhalb der zuvor geplanten Synergien bei einem Unternehmenszusammenschluss liegen. Die Hauptgründe für nicht realisierte Synergiepotentiale sind zeitliche Verschiebungen des Integrationsprozesses, eine unterschätzte Komplexität der Integration und eine höhere Planungsungenauigkeit bezüglich der Synergien aufgrund der im Zeitpunkt des Zusammenschlusses vorhandenen Datengrundlage. In einer Studie ("The morning after", KPMG, 2006) gibt eine Mehrheit der Befragten an, dass die nach einer Fusion oder Akquisition angestrebte Realisierung des Synergiepotentials nicht erzielt werden konnte. Diese Unsicherheit ist bei geplanten Umsatzsynergien grundsätzlich höher als bei Kostensynergien. Darüber hinaus ist die zusätzliche Komplexität, die durch eine Fusion oder Akquisition in die Organisation hineingetragen wird höher als bei vergleichbarem organischem Wachstum. Dies erschwert es Investoren einen angemessenen Kapitalisierungszinssatz abzuleiten. Der geringeren Transparenz bei der Planung der Synergiepotentiale haben wir mit einem Risikozuschlag bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes Rechnung getragen (vergleiche Gerhard Picot, „Handbuch Mergers & Acquisitions“, p. 174, 2012).
424. Im Ergebnis berücksichtigen wir einen Risikozuschlag von 2,0%.



<b>Ableitung Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>Plan 2014</b>	<b>Plan 2015</b>	<b>Plan 2016</b>	<b>Plan 2017</b>	<b>Plan 2018</b>	<b>Phase II</b>
TDH AG	5,2%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%
E-Plus	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
<b>Gewichteter Durchschnitt</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,6%</b>
Risikozuschlag	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Wachstumsabschlag						(0,5%)
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,1%</b>

Quelle: PwC Analyse

425. Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet. Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im so genannten Wertbeitrag aus Thesaurierungen ebenfalls in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Wir halten im Hinblick auf die Wachstumchancen sowie die mögliche Entwicklung des Marktes auf Basis der zum Ende der Detailplanungsphase gegebenen Kapitalausstattung und Unternehmenssubstanz ein jährliches Wachstum der finanziellen Überschüsse und damit einen Wachstumsabschlag von 0,5% für angemessen.
426. Auf Basis der vorstehend abgeleiteten zu diskontierenden Netto-Ausschüttungen an die Anteilseigner und der periodenspezifischen Ansätze des Kapitalisierungszinssatzes leitet sich der Ertragswert der Synergien zum Bewertungsstichtag wie folgt ab:

### Synergie Bewertung - TDH AG / E-Plus

<b>in Mio. EUR</b>	<b>Plan 2014</b>	<b>Plan 2015</b>	<b>Plan 2016</b>	<b>Plan 2017</b>	<b>Plan 2018</b>	<b>Phase II</b>
Zu diskontierende Nettoausschüttungen und Wertbeiträge aus Thesaurierung	(33)	52	169	290	325	436
Kapitalisierungszinssatz	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,1%
Abzinsungsfaktor	0,934	0,873	0,817	0,765	0,717	11,711
<b>Abgezinste Nettoausschüttungen</b>	<b>(30)</b>	<b>45</b>	<b>138</b>	<b>222</b>	<b>233</b>	<b>5.101</b>
Ertragswert zum 31. Dezember 2013	5.709					
<b>Ertragswert zum 11. Februar 2014</b>	<b>5.754</b>					

Quelle: PwC Analyse

427. Zum 11. Februar 2014 beträgt der Wert der Synergien dieser Transaktion EUR 5.754 Mio.

### 3. Allokation der Synergien

428. Im Folgenden bestimmen wir aufgrund der Berücksichtigung von echten Synergien subjektive Werte für die TDH AG und E-Plus gemäß IDW S 1. Wir nehmen an, dass die dem Bewertungszweck zugrundeliegenden Maßnahmen bereits erfolgt sind und sogenannte echte Synergieeffekte erzielt werden. Bei einer Zurechnung aller zu erwartenden echten Synergieeffekte zum Unternehmenswert der E-Plus – ohne diese gesondert aufzuteilen – wird ein Entscheidungswert ermittelt, der angibt was, unter Berücksichtigung individueller Planungen und Möglichkeiten, die TDH AG maximal ausgeben darf, ohne ihre ökonomische Situation durch die Transaktion zu verschlechtern.
429. Zum jetzigen Zeitpunkt der Transaktion findet aufgrund kartellrechtlicher Vorschriften nur ein eingeschränkter Informationsaustausch zwischen der TDH AG und E-Plus statt. Eine eindeutige Zuordnung der Synergien auf die TDH AG oder die E-Plus ist derzeit nicht möglich. Daher verteilen wir die erwarteten Synergieeffekte auf Grundlage der stand-alone Ertragswerte. Diese Vorgehensweise basiert auf der Annahme, dass die geplanten Synergien proportional zu den jeweils zukünftigen Erträgen, die beide Unternehmungen in das gemeinsame Unternehmen einbringen, realisiert werden können. Anschließend bestimmen wir den maximalen Betrag, den die TDH AG investieren könnte ohne ihre ökonomische Situation durch die Transaktion zu verschlechtern, indem wir die erwarteten Synergien in voller Höhe bei der Bestimmung des Unternehmenswerts für E-Plus berücksichtigen. Schließlich vergleichen wir die Ergebnisse mit dem Wert, der sich ergibt, wenn die Allokation auf Basis des ersten Schrittes der Transaktion erfolgt und der Wert der Synergien, der auf E-Plus entfällt anhand des im SPA definierten Kaufpreismechanismus vorgenommen wird (siehe C. „Beschreibung der Transaktion“ Tz.32).
430. Die stand-alone Ertragswerte von E-Plus und TDH AG betragen EUR 5.946 Mio., respektive EUR 7.059 Mio. Zusammen ergibt dies einen Wert in Höhe von EUR 13.005 Mio. ohne Synergien. Die Allokation der Synergieeffekte basierend auf den stand-alone Ertragswerten resultiert somit in einem Zuteilungsverhältnis von 46% für E-Plus und 54% für die TDH AG.

<b>Allokation entsprechend der stand-alone Ertragswerte</b>	<b>in Mio. EUR</b>		
Ertragswert E-Plus	5.946	46%	vom Gesamtertragswert exkl. Synergien
Ertragswert TDH AG	7.059	54%	vom Gesamtertragswert exkl. Synergien
<b>Gesamtertragswert exkl. Synergien</b>	<b>13.005</b>	<b>100%</b>	
<b>E-Plus inkl. Synergien</b>	<b>8.577</b>		
<b>TDH AG inkl. Synergien</b>	<b>10.182</b>		
<b>Gesamtertragswert inkl. Synergien</b>	<b>18.759</b>		
Allokierte Synergien zu E-Plus	2.631	46%	vom Ertragswert Synergien
Allokierte Synergien zu TDH AG	3.123	54%	vom Ertragswert Synergien
<b>Ertragswert Synergien</b>	<b>5.754</b>	<b>100%</b>	

Quelle: PwC Analyse

431. Der maximale Betrag, den die TDH AG in E-Plus investieren könnte, ohne ihre ökonomische Situation zu verschlechtern wäre demnach EUR 11.700 Mio. Bei dieser Berechnung werden alle Synergien in Höhe von EUR 5.754 Mio. dem stand-alone Unternehmenswert der E-Plus in Höhe von EUR 5.946 Mio. zugerechnet.

432. Die TDH AG erwirbt im ersten Schritt der Transaktion E-Plus gegen Zahlung von EUR 3,7 Mrd. und einen 24,9%-igen Anteil an der (vergrößerten) TDH AG. Berücksichtigt man die Unternehmenswerte der TDH AG, der E-Plus und den Wert der Synergien, erhält der Verkäufer einen Gesamtwert in Höhe von EUR 8.371 Mio. Implizit werden damit EUR 2.425 Mio. bzw. rd. 42% der Synergien auf E-Plus allokiert.

<b>Allokation entsprechend des SPAs/ Schritt 1</b>	<b>in Mio. EUR</b>	
Ertragswert E-Plus	5.946	
Ertragswert TDH AG	7.059	
Ertragswert Synergien	5.754	
<b>Gesamtertragswert inkl. Synergien</b>	<b>18.759</b>	
24.9%-Anteil am Gesamtwert	4.671	
Barkomponente	3.700	
<b>E-Plus inkl. Synergien</b>	<b>8.371</b>	
TDH AG inkl. Synergien	10.388	
<b>Gesamtertragswert inkl. Synergien</b>	<b>18.759</b>	
Allokierte Synergien zu E-Plus	2.425	<i>42% vom Ertragswert Synergien</i>
Allokierte Synergien zu TDH AG	3.329	<i>58% vom Ertragswert Synergien</i>
<b>Ertragswert Synergien</b>	<b>5.754</b>	<i>100%</i>

Quelle: SPA, PwC Analyse

433. Die folgende Darstellung fasst die Allokation der Synergien und die sich daraus ergebenden subjektiven Unternehmenswerte für E-Plus zusammen.

<b>Ertragswert E-Plus inkl. Synergien</b>	<b>in Mio. EUR</b>
Allokation entsprechend der "standalone" Ertragswerte	8.577
Allokation von 100% der Synergien auf E-Plus (Preisobergrenze)	11.700
Allokation entsprechend des SPAs/ Schritt 1	8.371

Quelle: PwC Analyse

## 4. Szenarioanalyse

434. Auf Grund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung, der der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist.
435. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen, wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen von 2,50 %, 2,75 % und 3,00% berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und -vorgehensweisen unverändert bleiben.
436. Die nachstehende Tabelle zeigt die auf dieser Grundlage ermittelten Ertragswerte im Überblick:

### Szenarioanalyse

in Mio. EUR	Basiszins		
	2,50%	2,75%	3,00%
Ertragswert E-Plus	6.250	5.946	5.667
Ertragswert TDH AG	7.379	7.059	6.764
Ertragswert Synergien	5.958	5.754	5.562
<b>Gesamtertragswert inkl. Synergien</b>	<b>19.588</b>	<b>18.759</b>	<b>17.993</b>
<b>Ertragswert E-Plus inkl. Synergien</b>			
Allokation entsprechend der "standalone" Ertragswerte	8.983	8.577	8.203
Allokation von 100% der Synergien auf E-Plus (Preisobergrenze)	12.209	11.700	11.229
Allokation entsprechend des SPAs/ Schritt 1	8.577	8.371	8.180

Quelle: PwC Analyse

## ***H. Zusammenfassung der Ergebnisse***


437. Der Vorstand der Telefónica Deutschland Holding AG, München ("TDH AG") hat uns, die PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt ("PwC"), mit Schreiben vom 14. Oktober 2013 beauftragt, ein Gutachten zu den objektivierten Unternehmenswerten des deutschen Mobilfunkgeschäfts der Koninklijke KPN N.V., Den Haag ("KPN"), der TDH AG und dem Wert der aus der oben beschriebenen Transaktion resultierenden Synergien zu erstellen.
438. Bewertungsanlass ist der Bericht des Vorstands der TDH AG, der im Zusammenhang mit der beabsichtigten Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals zu erstellen ist, das die Ausgabe neuer Aktien gegen Sacheinlage in Form einer gemischten Sacheinlage unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre für den Erwerb von E-Plus ermöglicht. Im Rahmen der Erstellung des Berichts beauftragte uns der Vorstand der TDH AG, die Unternehmenswerte der TDH AG und der E-Plus als neutraler Gutachter zu ermitteln.
439. Unsere Unternehmensbewertung wurde gemäß der in der Stellungnahme IDW S 1 i.d.F. 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer niedergelegten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen durchgeführt. Wir haben die Unternehmenswerte mit Hilfe der prognoseorientierten Ertragswertmethode (Wert zukünftiger Erträge), einem in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung anerkannten Bewertungsverfahren, ermittelt.
440. Unsere Bewertung basiert auf den Planungsrechnungen der TDH AG und E-Plus für die Jahre 2014 bis 2018 (Fünfjahresplanung). Aus den uns vorliegenden Prognosedaten haben wir jeweils die nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden Nettoausschüttungen abgeleitet und diese auf Basis der im Bericht dargestellten Kapitalisierungszinssätze auf den 11. Februar 2014, den Tag der außerordentlichen Hauptversammlung, abgezinst.
441. Auf der Grundlage der dargestellten Annahmen und unter Beachtung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S1, haben wir auf Basis des Ertragswertverfahrens einen objektivierten Unternehmenswert für die TDH AG in Höhe von EUR 7.059 Mio. und für E-Plus in Höhe von EUR 5.946 Mio. ermittelt. Anschließend haben wir unsere Ergebnisse auf Basis von Multiplikatoren, einem vereinfachten Verfahren zur Bestimmung von Unternehmenswerten, plausibilisiert.
442. Im Falle der TDH AG haben wir darüber hinaus den Börsenkurs zur Plausibilisierung des Unternehmenswertes herangezogen. Auf Basis des Dreimonatsdurchschnittskurses im Zeitraum vom 23. April bis zum 22. Juli 2013 belief sich die Marktkapitalisierung auf EUR 6.333 Mio. und liegt damit unterhalb des von uns auf Basis der Ertragswertmethode ermittelten objektivierten Unternehmenswert der TDH AG.

443. Des Weiteren haben wir die aus der Transaktion entstehenden Synergieeffekte bewertet. Die Basis unserer Bewertung ist die Synergieplanung, die uns durch den Vorstand der TDH AG zur Verfügung gestellt wurde und die wir auf Basis unserer Gespräche mit dem Vorstand der TDH AG, den verfügbaren Unternehmensplanungen, Marktanalysen und zusätzlichen Informationen der TDH AG plausibilisiert haben. Der Wert der Synergien abgeleitet auf Basis der Ertragswertmethode beläuft sich auf EUR 5.754 Mio. Anschließend haben wir die Synergien auf die TDH AG und E-Plus auf Basis der stand-alone Unternehmensbewertungen verteilt. Hierbei ergab sich ein Verhältnis von 46% (E-Plus) zu 54% (TDH AG). Um den maximalen Betrag, den die TDH AG investieren könnte ohne ihre ökonomische Situation durch die Transaktion zu verschlechtern, zu bestimmen, haben wir die erwarteten Synergien in voller Höhe auf die E-Plus verteilt. Unter Berücksichtigung der aus der Transaktion zu erwartenden echten Synergien, haben wir einen subjektiven Unternehmenswert für E-Plus in der Bandbreite zwischen EUR 8.577 Mio. und EUR 11.700 Mio. ermittelt. Für den vorliegenden Bewertungsanlass halten wir diese Betrachtungsweise für sachgerecht, da es für die TDH AG darauf ankommt, welchen Nutzen sie aus der Einbringung der E-Plus ziehen kann. Dabei sind auch echte Synergien zu berücksichtigen. Schließlich vergleichen wir die Ergebnisse mit dem Wert, der sich ergibt, wenn die Allokation der Synergien auf Basis des ersten Schrittes der Transaktion erfolgt und der Wert der Synergien, der auf E-Plus entfällt anhand des im SPA definierten Kaufpreismechanismus bestimmt wird. Der Wert für E-Plus beträgt dann EUR 8.371 Mio.
444. Der Ermittlung der Unternehmenswerte liegen die uns bis zum Ende der Bewertungsarbeiten zur Verfügung gestellten Informationen zu Grunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Unternehmenswerte haben, sind die Werte entsprechend anzupassen.
445. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
446. Wir erstatten dieses Gutachten nach bestem Wissen und Gewissen unter Bezugnahme auf die Berufsgrundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Düsseldorf, 17. Dezember 2013

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

  
Werner Ballhaus  
(Wirtschaftsprüfer)

  
ppa. Jari Sengera



# Appendix

## 1. Allgemeine Auftragsbedingungen

### Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002

#### 1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für die Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Beratungen und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Werden im Einzelfall ausnahmsweise vertragliche Beziehungen auch zwischen dem Wirtschaftsprüfer und anderen Personen als dem Auftraggeber begründet, so gelten auch gegenüber solchen Dritten die Bestimmungen der nachstehenden Nr. 9.

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrages

- (1) Gegenstand des Auftrages ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages sachverständiger Personen zu bedienen.
- (2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.
- (3) Der Auftrag erstreckt sich, soweit er nicht darauf gerichtet ist, nicht auf die Prüfung der Frage, ob die Vorschriften des Steuerrechts oder Sondervorschriften, wie z. B. die Vorschriften des Preis-, Wettbewerbsbeschränkungs- und Bewirtschaftungsrechts beachtet sind; das gleiche gilt für die Feststellung, ob Subventionen, Zulagen oder sonstige Vergünstigungen in Anspruch genommen werden können. Die Ausführung eines Auftrages umfaßt nur dann Prüfungshandlungen, die gezielt auf die Aufdeckung von Buchfälschungen und sonstigen Unregelmäßigkeiten gerichtet sind, wenn sich bei der Durchführung von Prüfungen dazu ein Anlaß ergibt oder dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist.
- (4) Ändert sich die Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

#### 3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

- (1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, daß dem Wirtschaftsprüfer auch ohne dessen besondere Aufforderung alle für die Ausführung des Auftrages notwendigen Unterlagen rechtzeitig vorgelegt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrages von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden.
- (2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß alles unterlassen wird, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährden könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Hat der Wirtschaftsprüfer die Ergebnisse seiner Tätigkeit schriftlich darzustellen, so ist nur die schriftliche Darstellung maßgebend. Bei Prüfungsaufträgen wird der Bericht, soweit nichts anderes vereinbart ist, schriftlich erstattet. Mündliche Erklärungen und Auskünfte von Mitarbeitern des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrages sind stets unverbindlich.

#### 6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß die im Rahmen des Auftrages vom Wirtschaftsprüfer gefertigten Gutachten, Organisationspläne, Entwürfe, Zeichnungen, Aufstellungen und Berechnungen, insbesondere Massen- und Kostenberechnungen, nur für seine eigenen Zwecke verwendet werden.

#### 7. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

- (1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Berichte, Gutachten und dgl.) an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, soweit sich nicht bereits aus dem Auftragsinhalt die Einwilligung zur Weitergabe an einen bestimmten Dritten ergibt.

Gegenüber einem Dritten haftet der Wirtschaftsprüfer (im Rahmen von Nr. 9) nur, wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 gegeben sind.

- (2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers zu Werbezwecken ist unzulässig; ein Verstoß berechtigt den Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung aller noch nicht durchgeführten Aufträge des Auftraggebers.

#### 8. Mängelbeseitigung

- (1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen der Nacherfüllung kann er auch Herabsetzung der Vergütung oder Rückgängigmachung des Vertrages verlangen; ist der Auftrag von einem Kaufmann im Rahmen seines Handelsgewerbes, einer juristischen Person des öffentlichen Rechts oder von einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen erteilt worden, so kann der Auftraggeber die Rückgängigmachung des Vertrages nur verlangen, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

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

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

#### 9. Haftung

- (1) Für gesetzlich vorgeschriebene Prüfungen gilt die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

- (2) Haftung bei Fahrlässigkeit, Einzelner Schadensfall

Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54 a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfaßt sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen.

- (3) Ausschußfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschußfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde.

Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

#### 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Eine nachträgliche Änderung oder Kürzung des durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschlusses oder Lageberichts bedarf, auch wenn eine Veröffentlichung nicht stattfindet, der schriftlichen Einwilligung des Wirtschaftsprüfers. Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

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

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

#### 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze verpflichtet, über alle Tatsachen, die ihm im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit für den Auftraggeber bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, gleichviel, ob es sich dabei um den Auftraggeber selbst oder dessen Geschäftsverbindungen handelt, es sei denn, daß der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer darf Berichte, Gutachten und sonstige schriftliche Äußerungen über die Ergebnisse seiner Tätigkeit Dritten nur mit Einwilligung des Auftraggebers aushändigen.

(3) Der Wirtschaftsprüfer ist befugt, ihm anvertraute personenbezogene Daten im Rahmen der Zweckbestimmung des Auftraggebers zu verarbeiten oder durch Dritte verarbeiten zu lassen.

#### 13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

Kommt der Auftraggeber mit der Annahme der vom Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistung in Verzug oder unterläßt der Auftraggeber eine ihm nach Nr. 3 oder sonstwie obliegende Mitwirkung, so ist der Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung des Vertrages berechtigt. Unberührt bleibt der Anspruch des Wirtschaftsprüfers auf Ersatz der ihm durch den Verzug oder die unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers entstandenen Mehraufwendungen sowie des verursachten Schadens, und zwar auch dann, wenn der Wirtschaftsprüfer von dem Kündigungsrecht keinen Gebrauch macht.

#### 14. Vergütung

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

(2) Eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz ist nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

#### 15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

(1) Der Wirtschaftsprüfer bewahrt die im Zusammenhang mit der Erledigung eines Auftrages ihm übergebenen und von ihm selbst angefertigten Unterlagen sowie den über den Auftrag geführten Schriftwechsel zehn Jahre auf.

(2) Nach Befriedigung seiner Ansprüche aus dem Auftrag hat der Wirtschaftsprüfer auf Verlangen des Auftraggebers alle Unterlagen herauszugeben, die er aus Anlaß seiner Tätigkeit für den Auftrag von diesem oder für diesen erhalten hat. Dies gilt jedoch nicht für den Schriftwechsel zwischen dem Wirtschaftsprüfer und seinem Auftraggeber und für die Schriftstücke, die dieser bereits in Urschrift oder Abschrift besitzt. Der Wirtschaftsprüfer kann von Unterlagen, die er an den Auftraggeber zurückgibt, Abschriften oder Fotokopien anfertigen und zurückbehalten.

#### 16. Anzuwendendes Recht

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



## *2. Liste der erhaltenen Dokumente (nicht abschließend)*

### *2.1. Dokumente von E-Plus*

- Geprüfter konsolidierter Einzelabschluss der E-Plus Mobilfunk GmbH & Co. KG für die Geschäftsjahre 2010, 2011 und 2012
- Strategische Business Plan Präsentation zur Vorlage des Vorstands (24. Oktober 2013)
- Business Plan für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018 (von der KPN-Geschäftsführung am 24. Oktober 2013 verabschiedet)
- Planbilanz zum 31.12. für die Geschäftsjahre 2014 bis 2018
- Historische GuV der Geschäftsjahre 2011, 2012 und Hochrechnung 2013 der EPM
- Historische Bilanz zum 31.12. der Geschäftsjahre 2011, 2012 und Hochrechnung 2013 der EPM
- Auflistung außerordentlicher Effekte
- Planungstreue der Geschäftsjahre 2011, 2012 und laufendes Geschäftsjahr 2013
- Übersicht Steuersituation
- Übersicht Aktionärsdarlehen
- Vergleich der Umsatzerlöse und des EBITDA unter HGB und IFRS für das Geschäftsjahr 2012
- Aufteilung der Netzwerkinvestitionen für die Geschäftsjahre 2010 bis 2018
- Informationen bezüglich der deutschen Frequenzverteilung und Auktionsarten
- Übersicht über andere liquide Mittel der Geschäftsjahre 2012 und 2013
- Aufteilung der Managementvergütungen in den Geschäftsjahren 2010 bis 2013
- Gewerbesteuerereffekte durch Smartphone-Leasing
- Jahresabschluss der Blau Mobilfunk GmbH für das Geschäftsjahr 2012
- Prüfung der Bilanzübereinkunft mit dem Transaktionsperimeter
- AON's versicherungsmathematische Expertenmeinung bezüglich der Pensionsverpflichtungen
- AON's versicherungsmathematische Expertenmeinung hinsichtlich direkter Pensionszusagen in der Steuer- und Handelsbilanz
- Instruktionen für den strategischen Business Plan
- Übersicht über den Geltungsbereich des Business Plans

## *2.2. Dokumente der TDH AG*

- Geprüfter konsolidierter Einzelabschluss der Telefónica Deutschland Holding AG für das Geschäftsjahr 2012
- Konzern-Zwischenlagebericht der Telefónica Deutschland Holding AG für das 3. Quartal des Geschäftsjahres 2013
- Aktienkaufvertrag zwischen der Koninklijke KPN N.V., der Telefónica S.A. und der Telefónica Deutschland Holding AG, vom 23. Juli 2013 und der Änderungen vom 26. August 2013, 28. August 2013 sowie 5. Dezember 2013
- IPO Prospekt der Telefónica Deutschland Holding AG, vom 16. Oktober 2012
- Gründungsbericht der Telefónica Deutschland Holding AG
- Business Plan für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016
- Hochrangiger Business Plan Entwurf für die Geschäftsjahre 2017 und 2018
- Planbilanz zum 31.12. für die Geschäftsjahre 2013 bis 2018
- Historische GuV der Geschäftsjahre 2011 bis 2013
- Historische Bilanz zum 31.12. der Geschäftsjahre 2011 bis 2012
- Investitionsplanung für die Geschäftsjahre 2013 bis 2016
- Synergieplanung für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016
- Letzter Steuerbescheid der Telefónica Germany GmbH & Co. OHG (Geschäftsjahr 2011)
- Investorenpräsentation vom September 2013
- Prüfungsbericht für das Geschäftsjahr 2012 der Telefónica Deutschland Holding AG
- Beschreibung des allgemeinen Budget/Planungsprozesses
- Analystenberichte für die TDH AG
- Marktstudie: German Mobile Market Reports Q1/2011 to Q2/2013
- Marktstudie: German Fixed Broadband Market Reports Q4/2011 to Q2/2013
- Telefónica Strategic Insights 2012/2013 – Market overview
- Telefónica Business Insight 2012 – Fixnet
- Telefónica Business Insight 2012 – Mobile