



TUI AG
Berlin/Hannover
Karl-Wiechert-Allee 4
30625 Hannover

**Außerordentliche Hauptversammlung
am Dienstag, dem 28. Oktober 2014,
mit Beginn 10.00 Uhr,
TUI Arena,
EXPO Plaza 7,
30539 Hannover**

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Vorbemerkung

Zu den Tagesordnungspunkten 1 bis 3 der außerordentlichen Hauptversammlung am 28. Oktober 2014 hat der Vorstand bereits einen ausführlichen Bericht erstattet (nachfolgend auch der „**Vorstandsbericht**“), der als Teil der Einladung den Aktionären zugänglich ist. Darin wird auf ein Bewertungsgutachten Bezug genommen, das die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover, (nachfolgend auch „**EY**“) im Auftrag des Vorstands und des Aufsichtsrats der TUI AG erstellt hat (nachfolgend auch das „**Bewertungsgutachten**“). Zur effektiven Abwicklung der Hauptversammlung werden nachfolgend im Rahmen von Fragen und Antworten, also in Form sogenannter Q&A, Auskünfte zu diesem Bewertungsgutachten erteilt. Diese Auskünfte sind gemäß § 131 Abs. 3 Nr. 7 AktG auf der Internetseite der TUI AG (www.tui-group.com/de/ir/hauptversammlungen) über sieben Tage vor Beginn und in der außerordentlichen Hauptversammlung am 28. Oktober 2014 durchgängig zugänglich.

Wichtiger Hinweis

Die nachfolgenden Auskünfte beziehen sich zwar auf das Bewertungsgutachten, das die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover, im Auftrag des Vorstands und des Aufsichtsrats der TUI AG erstellt hat. Alle in den nachfolgenden Q&A getroffenen Aussagen sind jedoch ausschließlich Auskünfte des Vorstands der TUI AG, die im Rahmen von § 131 Abs. 3 Nr. 7 AktG zugänglich gemacht werden. Die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft übernimmt für diese vom Vorstand der TUI AG zugänglich gemachten Auskünfte keine Haftung, und zwar auch nicht, soweit darin vom Vorstand Inhalte aus dem Bewertungsgutachten der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover, wiedergegeben werden.

Entsprechend des zwischen dem Vorstand und Aufsichtsrat der TUI AG und EY vereinbarten Auftrags dient die Bezugnahme auf das Bewertungsgutachten allein dem Zweck, die Informationsgrundlage, auf der Vorstand und Aufsichtsrat ihre eigenverantwortliche Stellungnahme abgeben, transparent zu machen. Die Unternehmensbewertung wurde allein im Auftrag des Vorstands und des Aufsichtsrates der TUI AG und zur Unterstützung von Vorstand und Aufsichtsrat bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben und Pflichten erteilt. EY hat die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Informationen und Unterlagen weder geprüft noch prüferisch durchgesehen. Die durchgeführte Unternehmensbewertung bestimmt sich nach Maßgabe des IDW S1 Standards und wurde im Wesentlichen auf Grundlage der durch die TUI AG bereitgestellten Informationen und Unterlagen erstellt. Mit der Unternehmensbewertung ist keine Empfehlung zur Zustimmung oder Ablehnung des Zusammenschlusses verbunden.

Abkürzungen

Abkürzungen die in den gesamten (nicht nur in einzelnen) nachfolgenden Q&A verwendet werden, sind die folgenden:

A	Actual (Ist-Werte)
ADR	Average Daily Rate
AG	Aktiengesellschaft
B	Budget
Bewertungsgutachten	Bewertungsgutachten vom 10. September 2014, das EY im Auftrag des Vorstands und des Aufsichtsrats der TUI AG erstellt hat
BeNeLux	Belgien, Niederlande, Luxemburg
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CLIA	Cruise Lines International Association
CSAV	Compañía Sud Americana de Vapores
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
DRV	Deutscher ReiseVerband e.V., Berlin
EAT	Earnings after Tax, Ergebnis nach Steuern
EBIT	Earnings Before Interest and Tax, Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITA	Earnings Before Interest, Tax and Amortization, Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBT	Earnings Before Tax, Ergebnis vor Ertragsteuern
et al.	und andere
EUR	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgende
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GBP	Great Britain Pound, Britisches Pfund
GJ	Geschäftsjahr (1. Oktober eines jeden Jahres bis 30. September des Folgejahres)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
H	Halbjahr
HGB	Handelsgesetzbuch
HLAG	Hapag-Lloyd AG, Hamburg
HLKF	Hapag-Lloyd Kreuzfahrten GmbH, Hamburg
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1 (2008)	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung vom 2. April 2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
inkl.	inklusive
KJ	Kalenderjahr (1. Januar bis 31. Dezember)
MEUR	Millionen Euro
MGBP	Millionen Britische Pfund
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarden
MRP	Marktrisikoprämie
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n/a	nicht anwendbar bzw. nicht aussagekräftig
P	Planung
p.a.	per annum
plc	Public limited company (Aktiengesellschaft)
Q	Quartal
rd.	rund
RevPAR	Revenue per available room
RIU I	RIU Hotels S.A., Palma de Mallorca, Spanien
RIUSA II	RIUSA II S.A., Palma de Mallorca, Spanien
S.	Seite
sog.	sogenannte
stand-alone	ohne Berücksichtigung der Transaktion
t	Tonnen
Tax-CAPM	CAPM, das um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert wurde
TEU	Standardcontainer (Twenty foot equivalent unit)
TTP	TUI Travel plc, Crawley, Großbritannien
TUI AG	TUI AG, Berlin und Hannover
TUI Cruises	TUI Cruises GmbH, Hamburg
TUI Konzern	TUI AG einschließlich Tochtergesellschaften
Tz.	Textziffer

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

u.a.	und andere/unter anderem
UNWTO	United Nations World Tourism Organisation
USD	US Dollar
vgl.	vergleiche
Vorstandsbericht	Bericht des Vorstands zu Tagesordnungspunkt 1, 2 und 3 der Tagesordnung der außerordentlichen Hauptversammlung der TUI AG am Dienstag, 28. Oktober 2014 einschließlich des Berichts gemäß § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG zu Tagesordnungspunkt 1, des Berichts zu Tagesordnungspunkt 2 und des Berichts gemäß §§ 203 Abs. 2, 186 Abs. 4 AktG zu Tagesordnungspunkt 3
WP	Wirtschaftsprüfer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WTTC	World Travel and Tourism Council
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

Frage 1 – Welche Bedeutung hat das Bewertungsgutachten für die unter den Punkten 1 bis 3 der Tagesordnung vorgeschlagenen Beschlüsse?

Antwort

Das Bewertungsgutachten wurde in Auftrag gegeben, um auf Grundlage der Unternehmensbewertungen zu prüfen, ob das im Verhandlungsweg gefundene Ergebnis für die Aktionäre angemessen ist. Im Einzelnen:

Vorbemerkung

Der Ausgabebetrag ist im Bericht des Vorstands an die Hauptversammlung zu begründen. Der Ausgabebetrag darf aus Sicht der heutigen Aktionäre der TUI AG (nachfolgend auch die „TUI Altaktionäre“) nicht unangemessen niedrig sein. Bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen, wie sie der Außerordentlichen TUI Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgeschlagen werden und auf die sich dieser Bericht bezieht, kommt es insoweit auf das Verhältnis von Leistung und Gegenleistung an, also den Wert der vom Sacheinleger zu erbringenden Sacheinlage im Verhältnis zu dem Wert der Aktien, die die TUI AG im Gegenzug als Leistung ausgibt (nachfolgend auch das „Bezugsverhältnis“). Auch durch den Zusammenschluss entstehende Synergien und sonstigen Verbundvorteile, die zur Wertsteigerung der TUI AG Aktie führen und den TUI AG Altaktionären durch Vollzug des Zusammenschlusses zu Gute kommen, sind bei der Beurteilung der Angemessenheit des Bezugsverhältnisses im Rahmen der Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen zu berücksichtigen.

Angaben zum Bezugsverhältnis

Im Rahmen der unter Tagesordnungspunkt 1 vorgeschlagenen Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen ist ein Bezugsverhältnis von 0,399:1,000 vorgesehen, so dass für je einen Anteil („ordinary share“ – Stammaktie) an der TUI Travel rechnerisch 0,399 neue Aktien der TUI AG ausgegeben werden. Dies bedeutet – anders ausgedrückt –, dass für jede auf Grundlage des vorgeschlagenen Kapitalerhöhungsbeschlusses ausgegebene neue Aktie der TUI AG (nachfolgend zusammen auch die „Neuen TUI AG Aktien“) 1/0,399, also rund 2,506 Anteile („ordinary shares“ – Stammaktien) an der TUI Travel als Sacheinlage eingebracht werden (nachfolgend auch die „Sacheinlage“).

Das im Rahmen der unter Tagesordnungspunkt 2 vorgeschlagenen bedingten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen vorgesehene Bezugsverhältnis ist identisch, so dass als Leistung für die Gewährung einer Neuen TUI Aktie von den Bezugsberechtigten TUI Travel Anteilsinhabern ebenfalls 2,506 Anteile („ordinary shares“ – Stammaktien) an der TUI Travel als Sacheinlage eingebracht werden müssen.

Im Rahmen der unter Tagesordnungspunkt 3 vorgeschlagenen Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals ist noch kein konkretes Bezugsverhältnis festgelegt. Die Einzelheiten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung legt der Vorstand der TUI AG mit Zustimmung des Aufsichtsrats der TUI AG fest. Der Vorstand der TUI AG geht allerdings derzeit davon aus, dass die auf Grundlage der Ermächtigung gegen Sacheinlagen auszugebenden neuen Aktien zu dem gleichen Bezugsverhältnis ausgegeben werden wie in den Beschlussvorschlägen unter Tagesordnungspunkt 1 und 2 vorgesehen.

Bezugsverhältnis als Ergebnis von Verhandlungen zwischen TUI AG und TUI Travel

Das Bezugsverhältnis ist das Ergebnis intensiver Verhandlungen zwischen der TUI AG und TUI Travel über den Zusammenschluss und dessen wesentliche Konditionen. Die TUI AG hat am 27. Juni 2014 im Rahmen einer Ad-hoc Mitteilung über die grundsätzliche Einigung über den Zusammenschluss mit der TUI Travel informiert. Dabei wurde auch eine grundsätzliche Einigung über das Bezugsverhältnis erzielt, wobei dabei, ausgehend von den

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Wertvorstellungen der TUI AG und der TUI Travel, Grundlage der insoweit erzielten grundsätzlichen Einigung eine Betrachtung der Börsenkurse der TUI AG und der TUI Travel in dem Zeitraum vor dem 27. Juni 2014 war. Diese Börsenkurse waren noch unbeeinflusst von der am 27. Juni 2014 veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilung. In der Folgezeit haben die TUI AG und die TUI Travel über die Konditionen des Zusammenschlusses weiter verhandelt. Am 15. September 2014, nachdem die Gremien der beteiligten Unternehmen den ausverhandelten Konditionen zugestimmt hatten, wurden die Konditionen vom Vorstand der TUI AG im Rahmen einer weiteren Ad-hoc Mitteilung bekannt gemacht. Dabei wurde auch das Bezugsverhältnis abschließend bestätigt.

Es handelte sich um Verhandlungen zwischen zwei gleich starken, voneinander unabhängigen Verhandlungspartnern. Die Verhandlungsführer beider Seiten haben im besten Interesse des von ihnen jeweils geführten Unternehmens und dessen Anteilsinhabern und mit Blick auf die Vorteile, die sich für beide Unternehmen durch den Zusammenschluss ergeben, die Konditionen und insbesondere auch das Bezugsverhältnis ausgehandelt. Hervorzuheben ist dabei, dass trotz der Beteiligung der TUI AG an der TUI Travel keine Interessenkonflikte bestanden. Insbesondere hat das Vorstandsmitglied der TUI AG, Herr Peter Long, der zugleich Chief Executive Director der TUI Travel ist, auf Seiten der TUI AG an keinen Beratungen und Entscheidungen, die im Zusammenhang mit den Verhandlungen über den Zusammenschluss bestanden, mitgewirkt hat. Umgekehrt haben der Vorstandsvorsitzende der TUI AG Herr Friedrich Jousen sowie das Vorstandsmitglied der TUI AG Herr Horst Baier und auch der derzeitige leitende Mitarbeiter der TUI AG bzw. das künftige Vorstandsmitglied Herr Sebastian Ebel, die alle drei zugleich Non-Executive Directors der TUI Travel sind, auf Seiten der TUI Travel an keinen Beratungen und Entscheidungen, die im Zusammenhang mit den Verhandlungen über den Zusammenschluss bestanden, mitgewirkt. Dadurch wurde eine unabhängige und freie Verhandlung über die Konditionen des Zusammenschlusses gewährleistet.

Das vereinbarte Bezugsverhältnis von 0,399:1,000 war dabei ein Kernelement der Verhandlungen. Ohne die Vereinbarung dieses in den intensiven Verhandlungen gefundenen, vorgenannten Bezugsverhältnisses wäre insgesamt keine Einigung über den Zusammenschluss erzielt worden und die unabhängigen Direktoren (independent directors) der TUI Travel hätten den Anteilsinhabern der TUI Travel die Zustimmung zu dem Zusammenschluss nicht empfohlen. Die mit dem Zusammenschluss für die TUI AG verbundenen erwarteten wirtschaftlichen Vorteile (siehe dazu unter 2.3 des Vorstandsberichts) hätten in diesem Fall nicht auf diesem Wege und nicht zu den vereinbarten Konditionen erzielt werden können.

Der Vorstand der TUI AG hat nach der grundsätzlichen Einigung am 27. Juni 2014 die Angemessenheit des (zu diesem Zeitpunkt noch nicht verbindlich festgelegten) Bezugsverhältnisses eingehend geprüft und hierzu umfassende Unternehmensbewertungen in Auftrag gegeben. Auf Grundlage der Bewertungsergebnisse hat der Vorstand der TUI AG einen Unternehmenswert je Aktie ermittelt, der die Angemessenheit des Bezugsverhältnisses bestätigt (siehe hierzu unter 3.2 des Vorstandsberichts).

Zudem hat auch der Aufsichtsrat der TUI AG insbesondere auf Grundlage einer in Auftrag gegebenen Fairness Opinion das Bezugsverhältnis beurteilt (siehe hierzu unter 3.3 des Vorstandsberichts).

Schließlich zeigt auch eine Analyse der Börsenkurse der TUI AG und der TUI Travel, dass das Bezugsverhältnis angemessen ist (siehe hierzu unter 3.4 des Vorstandsberichts).

Bestätigung der Angemessenheit des Bezugsverhältnisses durch Unternehmensbewertungen der TUI AG und der TUI Travel

Zur Ermittlung bzw. Bestätigung des angemessenen Bezugsverhältnisses kommt es auf den Wert der als Sacheinlage zu leistenden Anteile an der TUI Travel sowie den Wert der als Gegenleistung auszugebenden neuen TUI AG Aktien an. Die insoweit maßgeblichen Werte leiten sich aus dem jeweiligen Unternehmenswert der TUI Travel und der TUI AG ab. Für die Angemessenheit des Bezugsverhältnisses kann es dabei aber nicht allein auf eine objektive Wertbetrachtung ankommen. Vielmehr ist auch zu berücksichtigen, dass die durch den Zusammenschluss erst

entstehenden Synergien und sonstige Verbundvorteile zu einer Wertsteigerung der TUI AG führen, die den TUI Altaktionären (anteilig) zu Gute kommt.

Es kommt demnach im Ergebnis auf den anteiligen Unternehmenswert der TUI AG je TUI AG Aktie nach dem Vollzug des Zusammenschlusses, unter Berücksichtigung der Synergien und Verbundvorteile, gegenüber dem anteiligen Unternehmenswert der TUI AG je TUI AG Aktie vor dem Zusammenschluss an. Eine unangemessen hohe Bewertung der Sacheinlage würde z. B. zu einem Bezugsverhältnis führen, dass sich aus Sicht der TUI Altaktionäre als unangemessen darstellt, weil als Gegenleistung für die Leistung – die Sacheinlage – zu viele TUI AG Aktien ausgegeben würden, so dass sich der anteilige Unternehmenswert der TUI AG nach dem Vollzug des Zusammenschlusses aus Sicht der TUI Altaktionäre als unangemessen niedrig darstellen und sich somit eine wirtschaftliche Verwässerung ergeben würde.

Ausgehend davon haben der Vorstand und der Aufsichtsrat der TUI AG die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover (EY) in der Funktion als neutraler Gutachter mit der Ermittlung der objektivierten Unternehmenswerte der TUI AG und der TUI Travel, jeweils vor dem Vollzug des Zusammenschlusses, d. h. vor dem Erwerb sämtlicher TUI Travel Anteile nach Maßgabe der unter Tagesordnungspunkten 1 bis 3 vorgeschlagenen Beschlussfassungen, sowie, in beratender Funktion (siehe dazu die Beantwortung der Frage 2), mit der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes der TUI AG nach dem Vollzug des Zusammenschlusses, d. h. nach dem Erwerb sämtlicher TUI Travel Anteile nach Maßgabe der unter Tagesordnungspunkt 1 bis 3 vorgeschlagenen Beschlussfassungen, beauftragt. Als Bewertungsstichtag wurde der Tag der Hauptversammlung, die unter anderem über die vorgeschlagenen Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlage beschließen soll, mithin der 28. Oktober 2014 (nachfolgend auch „Bewertungsstichtag“) festgelegt. EY hat auf dieser Grundlage auftragsgemäß ein Bewertungsgutachten erstattet.¹

Der Vorstand hat das Bewertungsgutachten eingehend geprüft. Gestützt auf die im Bewertungsgutachten enthaltenen Aussagen und Ergebnisse, insbesondere zu den objektivierten Unternehmenswerten von der TUI AG und der TUI Travel jeweils vor dem Vollzug des Zusammenschlusses sowie dem subjektiven Unternehmenswert der TUI AG nach dem Vollzug des Zusammenschlusses, kommt der Vorstand der TUI AG auf Grundlage des Unternehmenswertes je Aktie zu dem Ergebnis, dass das Bezugsverhältnis nicht unangemessen ist.

Frage 2 – Was ist Gegenstand und Hintergrund des Auftrags an EY?

Antwort

Der Vorstand (mit Ausnahme von Peter Long, der im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss allein als Vorstandsvorsitzender der TUI Travel plc agiert) und der Aufsichtsrat der TUI AG, Berlin und Hannover / Deutschland (im Folgenden auch TUI AG) hat EY mit Mandatsvereinbarung vom 21. Juli 2014 beauftragt, die Unternehmenswerte der TUI AG und der TUI Travel plc, Crawley / England (im Folgenden auch TTP) jeweils vor sowie den Unternehmenswert der TUI AG nach dem geplanten Zusammenschluss zwischen der TUI AG und TTP zum Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 zu ermitteln.

Das Bewertungsgutachten geht ausdrücklich von folgendem Hintergrund der Beauftragung aus:

¹ Entsprechend des zwischen dem Vorstand und Aufsichtsrat der TUI AG und EY vereinbarten Auftrags dient die Bezugnahme auf das Bewertungsgutachten allein dem Zweck, die Informationsgrundlage, auf der Vorstand und Aufsichtsrat ihre eigenverantwortliche Stellungnahme abgeben, transparent zu machen. Die Unternehmensbewertung wurde allein im Auftrag des Vorstands und des Aufsichtsrates der TUI AG und zur Unterstützung von Vorstand und Aufsichtsrat bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben und Pflichten erteilt. EY hat die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Informationen und Unterlagen weder geprüft noch prüferisch durchgesehen. Die durchgeführte Unternehmensbewertung bestimmt sich nach Maßgabe des IDW S1 Standards und wurde im Wesentlichen auf Grundlage der durch die TUI AG bereitgestellten Informationen und Unterlagen erstellt. Mit der Unternehmensbewertung ist keine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung des Zusammenschlusses verbunden.

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Hintergrund des Auftrages ist die grundsätzliche Einigung der TUI AG mit der TTP vom 27. Juni 2014 über die wesentlichen Konditionen des geplanten Zusammenschlusses der TUI AG mit der TTP in Form eines „all-share nil premium merger“ (der „Zusammenschluss“, die „Transaktion“). Ziel des Zusammenschlusses ist die Schaffung eines weltweit führenden integrierten Touristikkonzerns und die Realisierung erheblicher Synergien durch die Verbindung beider Unternehmen. Im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss wird am 28. Oktober 2014 eine außerordentliche Hauptversammlung der TUI AG stattfinden, in der unter anderem über den Beschluss über eine Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre der TUI AG abgestimmt werden wird. Die Sachkapitalerhöhung dient der Durchführung der Transaktion.

Gegenstand des Auftrags ist die Erstellung einer gutachterlichen Stellungnahme (Bewertungsgutachten) zu den objektivierten Unternehmenswerten der TUI AG und TTP jeweils vor der Transaktion sowie zu dem subjektiven Unternehmenswert der TUI AG nach der Transaktion. Das Bewertungsgutachten dient dem Vorstand der TUI AG insbesondere im Zusammenhang mit der Begründung der Angemessenheit des Ausgabepreises der neuen Aktien im Rahmen der vorgenannten Sachkapitalerhöhung.

Bei der Auftragsdurchführung hat EY den IDW-Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2. April 2008 beachtet (IDW S 1 (2008)). Im Sinne dieser Grundsätze hat EY das Bewertungsgutachten in der Funktion eines neutralen Gutachters erstattet. Die von EY ermittelten Unternehmenswerte für die TUI AG vor Transaktion und die TTP vor Transaktion stellen objektivierte Größen dar.

Die TUI AG erwartet durch die Transaktion Synergieeffekte u.a. in den Bereichen Verwaltung und Vertrieb sowie Steuern. Dabei handelt es sich um sog. echte Synergien. Nach IDW S 1 (2008) sind echte Synergieeffekte dadurch gekennzeichnet, dass sie sich nur mit der Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen, wohingegen sich unechte Synergieeffekte auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen. Für die Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswertes dürfen nach IDW S 1 (2008) nur die unechten Synergien berücksichtigt werden.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der TUI AG nach Transaktion wurden die echten Synergien mit einbezogen. Insofern handelt es sich bei dem so abgeleiteten Wert für die TUI AG nach Transaktion nicht um eine objektivierte Größe, sondern um einen subjektiven Entscheidungswert nach IDW S 1 (2008).

Nach IDW S 1 (2008) sind bei der Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswerts auch solche strukturverändernden Vorhaben sowie bereits erkannte und realisierbare Möglichkeiten zu berücksichtigen, die (noch) nicht Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind. Dies können z.B. vom Erwerber beabsichtigte Investitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produkt- und Serviceprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsfelder sein, deren Auswirkungen auf die künftigen finanziellen Überschüsse den Wert aus Sicht eines Erwerbers (hier die TUI AG) beeinflussen. Zu den zuvor genannten Maßnahmen können auch die echten zu erwartenden Synergien gezählt werden. Hierbei ist es unerheblich, ob die zu erwartenden Synergien erst durch die Transaktion realisiert werden können und/oder ob die dazu notwendigen Maßnahmen bereits eingeleitet sind oder nicht (vgl. hierzu auch: WP Handbuch 2014, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, S. 543 f., Teil F, Tz. 243 ff. m.w.N.).

Die subjektive Komponente im von EY auftragsgemäß abgeleiteten subjektiven Entscheidungswert der TUI AG nach der Transaktion bezieht sich ausschließlich auf bestimmte echte Synergien. Weitere Abweichungen zu einem objektivierten Unternehmenswert, beispielsweise hinsichtlich der Berücksichtigung spezieller persönlicher steuerlicher Verhältnisse oder hinsichtlich etwaiger abweichender Renditeforderungen, sind nicht gegeben.

Für die Betrachtung der TUI AG nach Transaktion konnte es im Bewertungsgutachten ebenfalls dahin gestellt bleiben, ob sich die Synergien in der TUI AG oder in der TTP konkretisieren werden, da EY auftragsgemäß den Gesamtwert der

TUI AG nach der Transaktion ermittelt hat, welcher einen subjektiven Entscheidungswert darstellt. Auf eine Aufteilung der Synergien auf die TUI AG und TTP konnte daher verzichtet werden.

Frage 3 – Wie ist die Verantwortlichkeit und Haftung von EY für die Durchführung des Bewertungsauftrags?

Antwort

Hinsichtlich der Verantwortlichkeit und der Haftung von EY stellt das Bewertungsgutachten Folgendes klar:

Für die Durchführung des Auftrags und die Verantwortlichkeit und Haftung von EY sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage zum Bewertungsgutachten beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft von März 2013 maßgebend. Gemäß Abschnitt 16 bis 21 der Allgemeinen Auftragsbedingungen gilt für die Leistungen von EY eine Haftungsgrenze von MEUR 4 bzw. MEUR 5.

Das Bewertungsgutachten und alle sonstigen Äußerungen von EY dienen ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für den Vorstand und den Aufsichtsrat der TUI AG und der mit ihr verbundenen Unternehmen im Zusammenhang mit dem dem Bewertungsgutachten zugrunde liegenden Zweck und dürfen nicht für andere Zwecke verwendet werden. Insbesondere berücksichtigen die Beratungsleistungen von EY nicht die Interessen Dritter.

Frage 4 – Wann und wie wurde der Auftrag durch EY durchgeführt?

Antwort

EY hat seine Arbeiten in den Monaten Juli 2014 bis September 2014 in den Geschäftsräumen der TUI AG in Hannover sowie in seinen eigenen Büroräumen in Hannover durchgeführt. Den Arbeiten liegt ein Kenntnisstand vom 10. September 2014 zugrunde. Der Bewertungsstichtag ist der 28. Oktober 2014.

Ereignisse und Entwicklungen nach dem 10. September 2014 wurden in dem Bewertungsgutachten nicht berücksichtigt.

Der Umfang der Untersuchungen und Arbeiten stellt keine Prüfung nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Durchführung von Abschlussprüfungen gemäß §§ 316 ff. HGB dar. Daher erteilte EY keinen Bestätigungsvermerk in Bezug auf die in der gutachterlichen Stellungnahme dargestellten Finanz- und anderen Daten. Die Verantwortlichkeit von EY beschränkt sich insoweit auf die anzuwendende berufsübliche Sorgfalt.

Für die Auftragsdurchführung standen im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- ▶ Einzelabschlüsse und Konzernabschlüsse der TUI AG sowie Informationen zu den vorgenommenen Bereinigungen des EBITA für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013;
- ▶ Konzernabschlüsse der TTP sowie Informationen zu den vorgenommenen Bereinigungen des EBITA für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013;
- ▶ Strategische 5-Jahresplanung bestehend aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Kapitalflussrechnung der TUI AG und der TTP vor Transaktion auf Sparten- bzw. Bereichsebene für die Geschäftsjahre 2014 bis 2019;
- ▶ Strategische 5-Jahresplanung bestehend aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Kapitalflussrechnung

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

der TUI AG nach Transaktion für die Geschäftsjahre 2014 bis 2019;

- ▶ Informationen hinsichtlich der voraussichtlich finalen Konditionen der angestrebten Transaktion (Stand 10. September 2014);
- ▶ Planungshandbuch sowie Plan-Ist-Vergleiche zur Analyse der Planungstreue für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013;
- ▶ Analyse über die Geschäftsentwicklung in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2014 sowie ein Plan-Ist-Vergleich;
- ▶ Details zur Finanzierungsstruktur sowie zu den monatlichen Liquiditätsschwankungen;
- ▶ Vergangenheits- und Planungsinformationen für ausgewählte at Equity bilanzierte Beteiligungsunternehmen;
- ▶ Informationen zu den wichtigsten Kennzahlen der Vergangenheit und Planung für die einzelnen Sparten bzw. Bereiche der TUI AG und TTP;
- ▶ Aktuelle Marktdaten für die Geschäftsbereiche TUI Travel, TUI Hotels & Resorts sowie Kreuzfahrten;
- ▶ Informationen zu den Pensionsverpflichtungen der Konzernunternehmen.

Weitere Auskünfte erteilten der Vorstand der TUI AG und von ihm benannte Personen.

Alle für die Bewertung notwendigen Auskünfte wurden erteilt. Die TUI AG hat eine Vollständigkeitserklärung abgegeben mit dem Inhalt, dass alle Angaben, die für die Erstattung dieser gutachterlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig mitgeteilt wurden.

Aufgrund der wettbewerblichen Relevanz bestimmter Details ist die Darstellungstiefe in dem Bewertungsgutachten insbesondere bei der Erläuterung der jeweiligen Unternehmensplanungen eingeschränkt.

Die Darstellungen der Ableitung der Unternehmenswerte wurden grundsätzlich gerundet ausgewiesen. Da die Berechnungen mit den exakten, ungerundeten Werten erfolgten, können sich bei Addition oder Subtraktion der Werte darstellungsbedingte Rundungsabweichungen ergeben haben.

Das Geschäftsjahr von TUI AG und TTP endet jeweils am 30. September. In den nachfolgenden Darstellungen wird jeweils das Jahr genannt, in dem das Geschäftsjahr endet (z.B. Geschäftsjahr 2013 oder GJ13 für das Geschäftsjahr 2012/13).

Soweit nicht gesondert erläutert, basieren sämtliche in dem Bewertungsgutachten und den hiesigen Q&A wiedergegebenen Finanzzahlen auf den internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards, IFRS).

Frage 5 – Welche methodischen Überlegungen zum Ertragswertverfahren liegen dem Bewertungsgutachten zugrunde?

Antwort

Die im Bewertungsgutachten angewandten Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in Theorie und Praxis

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

der Unternehmensbewertung als allgemein anerkannt. Sie haben ihren Niederschlag in dem IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 in der Fassung 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden IDW S 1 (2008)) gefunden, der die Auffassung des Berufsstandes darlegt, nach der Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Diese angewandten Grundsätze und Methoden werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Wie auch in dem Bewertungsgutachten dargestellt, gilt im Einzelnen Folgendes:

Bewertungsanlass und Perspektive

Nach IDW S 1 (2008) erfolgt die Unternehmensbewertung in Abhängigkeit der Funktion des Wirtschaftsprüfers sowie des Bewertungsanlasses (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 8 ff., Tz. 12). Dabei ist grundsätzlich zu unterscheiden zwischen der Ermittlung eines objektivierten, von den individuellen Wertvorstellungen der betroffenen Parteien unabhängigen, und eines subjektiven Unternehmenswertes.

Die Bewertung erfolgte im vorliegenden Fall vor dem Hintergrund des geplanten Zusammenschlusses der TUI AG und der TTP. EY hat auftragsgemäß einen objektivierten Unternehmenswert für die TUI AG und die TTP jeweils ohne Berücksichtigung der Transaktion („stand-alone“) sowie einen subjektiven Unternehmenswert für die TUI AG nach Transaktion ermittelt.

Stichtagsprinzip

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen zu ermitteln. Mit dem Bewertungsstichtag wird festgelegt, welche finanziellen Überschüsse nicht mehr zu berücksichtigen sind weil sie den bisherigen Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, und ab welchem Zeitpunkt zu erwartende oder schon realisierte finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind.

Darüber hinaus bestimmt der Bewertungsstichtag den Informationsstand, der insbesondere bezüglich der Prognose künftiger Zahlungsüberschüsse, der im Kapitalisierungszinssatz abzubildenden Alternativinvestition oder der anzuwendenden Steuergesetze bei der Unternehmensbewertung zugrunde zu legen ist.

Vorliegend wurden auftragsgemäß die Unternehmenswerte der Gesellschaften zum Tag der außerordentlichen Hauptversammlung, dem 28. Oktober 2014, ermittelt. Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 30. September 2014 zugrunde gelegt. Die auf diesen Stichtag ermittelten Unternehmenswerte wurden auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag aufgezinst, eine zwischenzeitliche Ausschüttung der TTP wurde berücksichtigt.

Der Abschluss der Arbeiten erfolgte am 10. September 2014 und liegt damit vor dem Bewertungsstichtag. Die Bewertung beruht auf aktuellen Planungsrechnungen für die Geschäftsjahre 2015 bis 2019 und berücksichtigt alle für die Unternehmenswerte relevanten Umstände bis zum Abschluss der Bewertungsarbeiten. Eine Anpassung der so ermittelten Werte wäre dann erforderlich, wenn sich bis zum 28. Oktober 2014 die Grundlagen für die Bewertung maßgeblich ändern würden.

Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Verfahren

Gemäß IDW S 1 (2008), Tz. 7 kann die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF-Verfahren“) erfolgen. Beide Verfahren zur Berechnung des Zukunftserfolgswertes sind gleichwertig und führen unter gleichen Prämissen, insbesondere hinsichtlich Ausschüttungs-, Refinanzierungs- und Wiederanlageprämissen, grundsätzlich zu identischen Ergebnissen. Beide Verfahren basieren auf demselben investitionstheoretischen Fundament (Kapitalwertkalkül) und erfassen prognostizierte finanzielle Überschüsse, die jeweils auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Im Bewertungsgutachten wird der Zukunftserfolgswert der Gesellschaften auftragsgemäß nach dem

Ertragswertverfahren ermittelt.

Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert direkt durch Diskontierung von erwarteten finanziellen Überschüssen in Form von Ausschüttungen bzw. Kapitaleinzahlungen zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und den Anteilseignern mit einem risikoangepassten Eigenkapitalkostensatz ermittelt.

Vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalyse

Die Erwartungen bezüglich künftiger finanzieller Überschüsse sind nach den am Bewertungsstichtag gegebenen Verhältnissen zu schätzen. Dabei stellt die Unsicherheit der Zukunftserwartungen das Kernproblem einer jeden Unternehmensbewertung dar. Es sind eine Informationsbeschaffung und eine darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalyse erforderlich.

Ausgangspunkt für die Prognose und Plausibilitätsbeurteilung der künftigen finanziellen Überschüsse bildet die Vergangenheitsanalyse des zu bewertenden Unternehmens. Die in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Ergebnisse, sowie die Vermögenslage des Bewertungsobjekts müssen vor dem Hintergrund der vergangenen Marktentwicklungen analysiert werden. Sie sind um einmalige und außerordentliche, also nicht nachhaltige Vorgänge zu bereinigen.

Aufbauend auf der Vergangenheitsanalyse sind unter Beachtung der erwarteten Marktentwicklungen die künftig finanziellen Überschüsse zu prognostizieren. Die voraussichtlichen Entwicklungen der finanziellen Überschüsse lassen sich für einen nahe liegenden und überschaubaren Zeitraum sicherer prognostizieren und plausibler beurteilen als für die späteren Zeiträume. Daher geht die Praxis in der Regel von zwei Bewertungsphasen aus. Die erste Phase (Detailplanungsphase bzw. Phase I) umfasst häufig einen Betrachtungszeitraum von drei bis fünf Jahren.

Da die einzelnen Ergebnisse nach der Detailplanungsphase nicht mehr mit ausreichender Wahrscheinlichkeit prognostizierbar sind, wird ein nachhaltig erzielbares Ergebnis in Form einer ewigen Rente abgeschätzt (Phase II). Die Ableitung der ewigen Rente basiert dabei grundsätzlich auf den Ergebnissen der ersten Phase und Analysen zur langfristigen, über vollständige Konjunkturzyklen geglättete Ergebnis- und Geschäftsentwicklung.

Zahlungsüberschüsse und Ausschüttungsannahme

Bei der Ableitung der Nettozuflüsse in der ersten Phase ist die bisherige und geplante Ausschüttungspolitik des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Diese wird durch die Eigenkapitalausstattung, die steuerlichen Rahmenbedingungen, bestehende Anlagemöglichkeiten im Unternehmen sowie gegebenenfalls durch handelsrechtliche Ausschüttungssperren beeinflusst. Daneben sind die Ausschüttungen mit der geplanten Liquiditätsentwicklung sowie den Refinanzierungsmöglichkeiten abzustimmen.

Von einer Vollausschüttung der geplanten Jahresüberschüsse ist nur dann auszugehen, wenn dies in der Unternehmensplanung dokumentiert und rechtlich sowie liquiditätsseitig möglich ist. In der zweiten Phase ist eine typisierte Ausschüttungsquote anzusetzen, die zur Ausschüttungsquote der Alternativanlage äquivalent ist.

Berücksichtigung von zum Stichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen und dokumentierten Synergieeffekten

Objektivierter Unternehmenswert

Im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes basiert die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft, welche durch die bereits vorhandenen Erfolgsfaktoren widergespiegelt wird. Demgemäß beinhaltet die zu bewertende Ertragskraft nur solche Maßnahmen, die zum Stichtag bereits eingeleitet oder zumindest hinreichend im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (Wurzeltheorie, vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 32).

Darüber hinaus sind bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes lediglich so genannte unechte Synergien zu berücksichtigen. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich unabhängig vom konkreten Bewertungsanlass realisieren lassen. Sie sind abzugrenzen von echten Synergien, die sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme ergeben. Zusätzlich muss bei der Berücksichtigung von unechten Synergien im Unternehmenswert der Wurzeltheorie (also der zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten oder zumindest hinreichend vorhandenen Dokumentation der synergiestiftenden Maßnahme) Rechnung getragen werden (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 34, 50).

Subjektiver Entscheidungswert

Im Rahmen der Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswertes werden bei der Bewertung des Unternehmens neben den am Bewertungsstichtag bereits vorhandenen Erfolgsfaktoren auch solche bereits erkannten und realisierbaren Erfolgchancen berücksichtigt, die zum Stichtag (noch) nicht Bestandteil des dokumentierten Unternehmenskonzeptes sind (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 49). Damit geht die subjektive Unternehmensbewertung weiter als eine objektivierte Unternehmensbewertung, nach der nur solche Erfolgchancen in der zu bewertenden Ertragskraft einfließen dürfen, die zum Stichtag zumindest bereits eingeleitet sind (Wurzeltheorie) (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 32).

Auch im Hinblick auf die Berücksichtigung von Synergien geht das Konzept der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswertes über das des objektivierten Unternehmenswertes hinaus. So sind im objektivierten Unternehmenswert lediglich unechte Synergien zu berücksichtigen. Der subjektive Unternehmenswert enthält darüber hinaus auch echte Synergien, welche erst in Folge der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme entstehen bzw. realisierbar werden (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 50).

Ertragsteuerliche Einflüsse

Entsprechend dem Bewertungszweck, eine objektivierte Informationsgrundlage für gesellschaftsrechtliche Regelungen zu schaffen, wurde in Einklang mit IDW S 1 (2008), Tz. 31, 44 der Ertragsteuerbelastung in Form der unmittelbaren Typisierung Rechnung getragen. Dabei hat die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner zu erfolgen. Neben der Ertragsteuerbelastung auf Unternehmensebene ist hierbei auch der persönlichen Ertragsteuer des Anteilseigners bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes Rechnung zu tragen. Die Nettozuflüsse sind demnach unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und des Anteilseigners zu bestimmen. Als Ertragsteuern, die auf Unternehmensebene zu Belastungen führen, sind beispielsweise bei (deutschen) Kapitalgesellschaften die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag abzuziehen.

Hinsichtlich der Berücksichtigung der Steuer auf Anteilseignerebene ist bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften zu berücksichtigen, dass seit dem Unternehmensteuerreformgesetz 2008 für im Privatbesitz gehaltene Anteile auf Anteilseignerebene eine Abgeltungsteuer auf Kapitalerträge erhoben wird. Der definitive Abgeltungsteuersatz beträgt 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Somit werden Dividendenerträge seit dem 1. Januar 2009 in voller Höhe der Abgeltungsteuer unterworfen. Zudem unterliegen Kursgewinne aus der Veräußerung von Aktien, die nach dem 1. Januar 2009 erworben wurden, unabhängig von der Haltedauer zum Veräußerungszeitpunkt der Abgeltungsteuer.

Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften und unmittelbarer Typisierung persönlicher Einkommensteuern müssen zur Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung im Rahmen der Abgeltungsteuer zusätzliche Annahmen über die Haltedauer der Unternehmensanteile getroffen werden (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 44). Zur Schätzung einer typisierten Haltedauer zur Bemessung des effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatzes liegen nur wenige empirische Befunde vor, jedoch ist als Reaktion auf die Einführung der Veräußerungsgewinnbesteuerung prinzipiell von langen Haltedauern auszugehen. Demnach wird ein typisierter effektiver Veräußerungsgewinnsteuersatz von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag, also in Höhe der Hälfte des Abgeltungsteuersatzes, als sachgerecht erachtet.

Frage 6 – Was spiegelt der Kapitalisierungszinssatz wider und mit welcher methodischen Vorgehensweise wird er ermittelt?

Antwort

Gemäß der Darstellung im Bewertungsgutachten wurde der Kapitalisierungszinssatz durch EY mit nachfolgend dargestellter methodischer Vorgehensweise ermittelt:

Ökonomisch verbirgt sich hinter der Berechnung des Unternehmenswertes mittels des Ertragswertverfahrens ein Vergleich der aus dem Unternehmen durch die Eigentümer entziehbaren Nettoausschüttungen mit einer alternativen Anlagemöglichkeit. Vergleichsmaßstab ist der Zahlungsstrom, der mit einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung erzielt werden kann.

Im Rahmen des dem Ertragswertverfahrens zugrundeliegenden Barwertkalküls bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteile vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (vgl. IDW S 1 (2008), Abschnitt 7.2.4.1). Die Berücksichtigung des Risikos erfolgt dabei nach national und international üblichen Verfahren durch einen Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) (vgl. IDW S 1 (2008), Tz. 90).

Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Gemäß IDW S 1 (2008), Abschnitt 7.2.4.1 sind diese Aktienrenditen grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zu zerlegen. Bei dieser Aufteilung kann auf Kapitalmarktmodelle, wie insbesondere das sogenannte Capital Asset Pricing Model (CAPM) (vgl. IDW S 1 (2008), Abschnitt 7.2.4.1), zurückgegriffen werden.

Gemäß dem CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus den Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag zusammen. Ein nachhaltiges Wachstum der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente wird bewertungstechnisch über einen sogenannten Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszins berücksichtigt.

Das Tax-CAPM ermöglicht es zusätzlich, die Auswirkungen persönlicher Einkommensteuern auf die Bemessung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags explizit darzustellen. Hierdurch können Ertragsteuern bei der Bemessung der Nettoausschüttungen und des Kapitalisierungszinssatzes konsistent berücksichtigt werden.

Die folgende Tabelle stellt die Berechnung der Eigenkapitalkosten dar:

Berechnung der Eigenkapitalkosten

$$r_{EK} = r_{RF} + \beta \times MRP$$

r_{EK} = Eigenkapitalkosten

r_{RF} = Basiszinssatz / risikofreier Zinssatz

MRP = Marktrisikoprämie

β = Beta-Faktor

Quelle: EY

Basiszinssatz

Aufgabe des Basiszinssatzes ist es, eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu

bewertende Unternehmen festzulegen. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

Sofern ein Unternehmen unter der Annahme einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, muss streng genommen als fristadäquater Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand angesetzt werden. In Ermangelung solcher „ewigen“ Anleihen erscheint es naheliegend, als Ausgangspunkt auf die Rendite von Staatsanleihen mit langen Restlaufzeiten abzustellen. Für die dabei erforderliche Wiederanlage kann zur Orientierung die Zinsentwicklung der Vergangenheit oder die aktuelle Zinsstrukturkurve herangezogen werden (IDW S 1 (2008), Tz. 117).

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat sich mit der Frage befasst, wie im Falle einer Ableitung von Basiszinssätzen aus der Zinsstrukturkurve vorgegangen werden kann (vgl. Fachnachrichten des IDW Nr. 8/2005). Nach Auffassung des FAUB ist in diesem Fall bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen auszugehen. Aus dieser Zinsstruktur am Rentenmarkt lässt sich der Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten, wie er für sogenannte Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde, ableiten. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondzinssätze gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz (vgl. Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth, Der Finanzbetrieb 2004, S. 647 ff.). Das IDW empfiehlt, als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler, insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen relevanten langfristigen Renditen, kann es sachgerecht sein, nicht alleine die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondzinssätze sondern Durchschnittsgrößen zu verwenden. Zur Gewährleistung einer praktikablen und nachvollziehbaren Glättung können aus den in den vorangegangenen drei Monaten geschätzten Renditen periodenspezifische Durchschnittszinssätze abgeleitet werden.

Die derzeit beobachtbaren Renditen von unter 2,5% p.a. für langlaufende deutsche Staatsanleihen markieren einen historischen Tiefststand. Inflationsgeschützte indexierte deutsche Staatsanleihen und solche im kurzen Laufzeitbereich weisen sehr niedrige Renditen auf. Dabei liegt die Rendite deutscher Staatsanleihen deutlich unterhalb laufzeitkongruenter EURIBOR-Zinsen oder anderer europäischer Staatsanleiherenditen. Diese Marktbeobachtungen können insbesondere damit erklärt werden, dass c.p. die Nachfrage nach deutschen Staatsanleihen aufgrund von größeren Sicherheitsbedürfnissen der Anleger gestiegen ist. Da bezüglich des Handels mit deutschen Staatsanleihen kein Marktversagen beobachtbar und auch keine risikoärmere Anlageform erkennbar ist, hat EY trotz historisch niedrigen Niveaus die am Markt beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen als bestmöglichen Indikator für aktuelle risikofreie Renditen verwendet.

Bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes ist der Ertragsteuerbelastung, die aus Sicht der Anteilseigner auf die zugrunde gelegte Alternativanlage entfällt, Rechnung zu tragen. Auf Gewinne fällt die pauschale Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von insg. 26,375% an.

Risikoprämie

Eine Anlage in Anteile eines Unternehmens ist grundsätzlich mit einem höheren Risiko behaftet als eine Anlage in risikofreie festverzinsliche Wertpapiere. Im Gegensatz zu der Anlage in risikofreie Staatsanleihen, deren langfristig erwartete Rendite sich im Basiszinssatz widerspiegelt, ist bei der Anlage in Unternehmensanteile sowohl die Höhe als auch die zeitliche Verteilung der geplanten Erträge unsicher.

Die Unsicherheiten bezogen auf Chancen und Risiken eines unternehmerischen Engagements sowie auf den zukünftigen Verlauf der Zahlungsströme lassen sich Marktteilnehmer durch Risikozuschläge auf den Zinssatz einer risikolosen Anlage abgelden. Bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist in diesem Zusammenhang nicht auf die subjektive Risikoneigung einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten bzw. die

Erwartungen des Marktes abzustellen.

Risikoprämien können mithilfe von Preisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Aktienrenditen und Risikoprämien werden grundsätzlich durch die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner beeinflusst. Das sogenannte Tax-CAPM erweitert das CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags.

Entsprechend dieses Kapitalmarktmodells lässt sich die zukünftig zu erwartende Rendite einer Anlage aus der Summe des Basiszinssatzes und der mit dem Beta-Faktor gewichteten Marktprisikoprämie jeweils nach Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer ermitteln.

Marktprisikoprämie

Die Marktprisikoprämie ergibt sich als Renditedifferenz zwischen der Anlage in ein breit gestreutes Portfolio risikobehafteter Aktien und der Anlage in risikolose Wertpapiere.

Kapitalmarktuntersuchungen über langjährige Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter anderem in Abhängigkeit von dem gewählten Betrachtungszeitraum lassen sich historische Marktprisikoprämien von rund 4,0% bis 6,0% ableiten.

Auf Basis dieser Studien (vgl. u.a. Stehle 2004) sowie des aktuellen Steuersystems wurde vom IDW der Ansatz einer Marktprisikoprämie vor persönlicher Einkommensteuer in einer Bandbreite von 4,5% bis 5,5% empfohlen (vgl. Online-Ergebnisbericht über die 95. Sitzung des FAUB am 29. November 2007). Nach persönlicher Einkommensteuer empfiehlt das IDW einen Ansatz einer Marktprisikoprämie in einer Bandbreite von 4,0% bis 5,0%.

Im FAUB wurden mögliche Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation mit ihren historisch niedrigen risikofreien Zinssätzen auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf Grundlage des Tax-CAPM diskutiert. Der FAUB gab in seiner Verlautbarung vom 10. Januar 2012 hierzu die Empfehlung, bei Unternehmensbewertungen zu prüfen, ob der aktuellen Kapitalmarktsituation mit dem Ansatz der Marktprisikoprämie am oberen Ende der empfohlenen Bandbreiten von 4,5% bis 5,5% (vor persönlicher Ertragsteuer) bzw. von 4,0% bis 5,0% (nach persönlicher Ertragsteuer) Rechnung zu tragen ist (vgl. IDW-Fachnachrichten 2009, S. 696 f.).

Hintergrund dieser Veröffentlichung stellte die infolge der Finanzmarktkrise und Kapitalmarktsituation gestiegene Unsicherheit an den Kapitalmärkten und des hiermit einhergehenden Risikos dar.

Seit Januar 2012 haben sich die Entwicklungen an den Kapitalmärkten und die korrespondierenden Risikofaktoren weiter verstärkt. Die derzeit beobachtbaren risikofreien Renditen von unter 2,5% für langlaufende deutsche Staatsanleihen stellen einen historischen Tiefstand dar und liegen deutlich unterhalb der Renditen anderer EU-Staatsanleihen. Insgesamt sprechen die aktuellen Entwicklungen dafür, dass es sich um eine außergewöhnliche Markt- und Risikosituation handelt, die eine unveränderte Übernahme historisch abgeleiteter Marktprisikoprämien derzeit nicht mehr zulässt. Weitere Hinweise zu einer derzeit erhöhten Marktprisikoprämie lassen sich darüber hinaus auf der Grundlage historischer Daten zu realen Aktienrenditen sowie sogenannter ex ante-Analysen von Aktienrenditen erkennen.

Der FAUB hat sich in seiner 108. Sitzung am 27. August 2012 ebenfalls mit der Ableitung der Marktprisikoprämie in der aktuellen Situation befasst und eine Anhebung der empfohlenen Bandbreite der Marktprisikoprämie auf 5,5% bis 7,0% (vor persönlichen Steuern) bzw. auf 5,0% bis 6,0% (nach persönlicher Steuer) beschlossen (vgl. Hinweise des FAUB zur

Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, 19. September 2012). Da diese Empfehlung gegenwärtig noch Gültigkeit besitzt und der FAUB sich nicht anderslautend geäußert hat, ist EY der Empfehlung im Rahmen der Arbeiten gefolgt und haben eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern von 5,5% angesetzt.

Unternehmensspezifisches Risiko (Beta-Faktor)

Die unternehmensspezifische Risikoprämie ergibt sich nach dem Tax-CAPM aus dem Produkt der Marktrisikoprämie nach Steuern und dem sogenannten Beta-Faktor. Der Beta-Faktor spiegelt das relative Risiko einer spezifischen Aktie gegenüber der Gesamtheit aller Aktien (Marktportfolio) wider. Dabei bedeutet ein Beta-Faktor größer 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittliches systematisches, ein Beta-Faktor kleiner 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittliches systematisches Risiko.

Grundsätzlich werden Beta-Faktoren so weit wie möglich marktgestützt unter Verwendung historischer Kursdaten mithilfe von Regressionsanalysen gewonnen. Sofern das zu bewertende Unternehmen selbst börsennotiert ist, kann unter bestimmten Umständen dessen Beta-Faktor herangezogen werden. Anderenfalls kann auf den durchschnittlichen Beta-Faktor einer sogenannten Peer Group zurückgegriffen werden. Dabei ist darauf zu achten, dass die in der Peer Group enthaltenen Unternehmen in Bezug auf ihr systematisches Risiko mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind.

Die Höhe der beobachteten Beta-Faktoren hängt von den gewählten Parametern, insbesondere dem gewählten Betrachtungszeitraum, dem gewählten Renditeintervall sowie dem herangezogenen Referenzindex ab. Dabei gilt es, zur Ermittlung einen Zeitraum zugrunde zu legen, der auch für das zukünftige Risiko der Gesellschaft als repräsentativ angesehen werden kann. Bei der Wahl des Beta-Faktors ist zusätzlich zu berücksichtigen, dass die Kapitalstruktur einen erheblichen Einfluss auf die Höhe des Beta-Faktors hat. Ein höherer Verschuldungsgrad resultiert in der Regel in einem höheren Beta-Faktor, ein niedrigerer Verschuldungsgrad in einem niedrigeren Beta-Faktor.

Wachstumsabschlag

Unternehmensplanungen basieren regelmäßig auf nominalen Größen und bilden damit preissteigerungsbedingte Effekte in der Detailplanungsphase direkt in den geplanten Aufwands- und Ertragspositionen ab. In der Phase II (d.h. für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase) wird das preisbedingte Wachstum der finanziellen Überschüsse dagegen bewertungsmathematisch über einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Die Höhe des anzusetzenden Wachstumsabschlags ist unternehmensspezifisch zu bestimmen und ist im Wesentlichen davon abhängig, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen auf seine Abnehmer durch Preiserhöhungen überzuwälzen bzw. mittels Effizienzsteigerungen zu kompensieren.

Frage 7 – Inwiefern findet das nicht betriebsnotwendige Vermögen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes Berücksichtigung?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten gilt hinsichtlich der Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bei vorliegendem Bewertungsobjekt das Folgende:

Im Ertragswert des Bewertungsobjekts findet nur der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens seinen Niederschlag. Die Bewertung ist zu ergänzen, wenn die Gesellschaft über nicht betriebsnotwendiges Vermögen verfügt. Vermögensgegenstände, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens und damit die eigentliche Unternehmensaufgabe zu beeinträchtigen, sind außerhalb der Ertragsbewertung der

betriebsnotwendigen Unternehmensteile gesondert mit den netto erzielbaren Überschüssen aus der Einzelveräußerung anzusetzen und in den Unternehmenswert einzurechnen.

Im Folgenden eine grafische Darstellung zur Zusammensetzung des Unternehmenswertes:



Frage 8 – Inwiefern fließen Liquidations- und Substanzwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes ein?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten gilt hinsichtlich des Einflusses von Liquidations- und Substanzwerts auf die Ermittlung des Unternehmenswertes das Folgende:

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensteile des Unternehmens gesondert zu veräußern, so ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, der sogenannte Liquidationswert, als Unternehmens(mindest)wert anzusetzen.

Da es im vorliegenden Fall keinerlei ersichtliche Gründe für eine Liquidation der Bewertungsobjekte gibt, ist die Liquidation (Zerschlagung) keine Alternative zur Unternehmensfortführung. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund dann anfallender Aufwendungen für Sozialpläne, Kosten aus Vertragsauflösungen und noch zu erbringenden Leistungen.

Da in Bezug auf die TUI AG und die TTP eine überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes ausreichend ist um die Annahme zu rechtfertigen, dass die jeweilig ermittelten objektivierten Unternehmenswerte die Liquidationswerte übersteigen, wurde der exakte Liquidationswert beider Unternehmen nicht bestimmt.

Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter dem Gesichtspunkt der Wiederbeschaffung führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert bzw. Substanzwert des Unternehmens, der wegen der im Einzelnen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Wert der Organisation, der Stellung im Markt, des Rufs u.a.) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen (z.B. wenn die beste alternative Kapitalverwendung der Unternehmensnachbau wäre) einen selbstständigen Aussagewert. Im vorliegenden Fall ist der Substanzwert des Unternehmens nicht relevant und wurde daher nicht ermittelt.

Frage 9 – Inwiefern wird die Bewertung nach dem Ertragswertverfahren auf ihre Plausibilität hin überprüft?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten gilt hinsichtlich der Plausibilitätsprüfung der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren das Folgende:

Vergleichsorientierte Marktbewertung

Nach IDW S 1 (2008), Tz. 167 kann die Plausibilitätskontrolle der Bewertung nach Ertragswertverfahren bzw. DCF-Verfahren im Einzelfall mithilfe vereinfachter Preisfindungen auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erfolgen. Hierbei können insbesondere Multiplikatoransätze herangezogen werden. Eine Unternehmensbewertung nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren können diese vereinfachten Preisfindungsmethoden nach IDW S 1 (2008), Tz. 144 ausdrücklich nicht ersetzen.

Bei den vorherrschenden Multiplikatoransätzen werden entweder aus Marktkapitalisierungen börsennotierter Vergleichsunternehmen („Trading Multiplikatoren“) oder aus gezahlten Kaufpreisen in tatsächlich stattgefundenen Vergleichstransaktionen („Transaktionsmultiplikatoren“) Multiplikatoren aus Finanzkennzahlen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Diese kapitalmarktorientierten bzw. transaktionsbezogenen Multiplikatoransätze beruhen auf der Annahme, dass das Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung bzw. tatsächlich gezahltem Kaufpreis und den Finanzkennzahlen des zu bewertenden Unternehmens und der Vergleichsunternehmen ähnlich ist. Die Ergebnisse der Multiplikatorbewertung werden maßgeblich von der Festlegung der Vergleichsunternehmen bzw. Vergleichstransaktionen sowie der Auswahl der zur Bewertung herangezogenen Multiplikatoren bestimmt.

EY hat die Multiplikatormethode zur Beurteilung der Plausibilität der Bewertungsergebnisse herangezogen.

Börsenkurs

Die TUI AG ist im elektronischen Handelssystem Xetra notiert, wird an allen deutschen Präsenzbörsen gehandelt (ISIN: DE000TUAG000) und ist im deutschen Auswahlaktienindex MDAX 50 gelistet. Die Aktien der TTP werden an der Londoner Börse für gelistete Wertpapiere gehandelt und notieren im Auswahlindex Financial Times Stock Exchange (FTSE) 100 (ISIN: GB00B1Z7RQ77). Es ist daher grundsätzlich denkbar, den Wert der beiden Gesellschaften (vor Transaktion) auch anhand der aus den jeweiligen Aktienkursen abgeleiteten Marktkapitalisierungen zu bestimmen. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann. Sonderfaktoren sind die Größe und Enge des Marktes, zufallsbedingte Umsätze sowie spekulative und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse. Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) kann eine Unternehmensbewertung nach IDW S 1 (2008) nach den dargestellten Grundsätzen nicht ersetzen, da diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet. Die hier dargestellten Bewertungen basieren auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und unternehmensinternen Plandaten, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit Beschluss vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94; DB 1999, S. 1693 ff.; WPg 1999, S. 780 ff.) entschieden, dass die zu gewährende volle Entschädigung bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung für außenstehende Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen darf, der wiederum bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden kann. Die in dem Beschluss aufgestellten Grundsätze sind auf die Bestimmung der angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. Aktiengesetz entsprechend anzuwenden. Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem oben genannten Beschluss auch ausgeführt, dass der Börsenkurs nicht stets allein maßgeblich für die Höhe der Abfindung sein müsse: „Eine Überschreitung ist verfassungsrechtlich unbedenklich. Es kann aber auch verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten.“ Dies ist der Fall, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.

Maßgeblicher Referenzzeitraum

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 19. Juli 2010, ZIP 2010, 1693, 1697) ist bei Ermittlung des maßgeblichen Zeitraums für den für die Bewertung heranzuziehenden Börsenkurs ein Referenzkurs zugrunde zu legen, der sich aus dem umsatzgewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt. Hierfür spricht, dass ein Stichtagskurs Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen unterliegt, die mittels einer Durchschnittsbildung eliminiert werden sollen. Des Weiteren werden im Wege der Gewichtung nach Tagesumsätzen Verzerrungen vermieden, die bei einer einfachen Durchschnittsbildung eintreten könnten.

Die Frage, auf welchen Zeitraum für die Ermittlung des Dreimonats-Durchschnittskurses als Untergrenze der Barabfindung bei einer Strukturmaßnahme abzustellen ist, war bis zum Beschluss des Bundesgerichtshofes vom 19. Juli 2010 in Literatur und Rechtsprechung umstritten. Der Bundesgerichtshof hat nunmehr, abweichend von seiner bisherigen Ansicht entschieden, dass der zugrunde zu legende dreimonatige Referenzzeitraum am Tag vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme endet. Wesentliches Argument für diese Auffassung ist, dass nach Ankündigung einer Strukturmaßnahme der Kursverlauf nicht mehr unbeeinflusst, sondern vielmehr durch Abfindungsspekulationen geprägt sei.

Obige Grundsätze zur Ableitung des Börsenkurses hat EY sowohl für die TUI AG als auch für die TTP berücksichtigt. Für Einzelheiten wird auf die Antworten unten zu den Fragen 25 und 35 verwiesen.

Frage 10 – Was ist Gegenstand und Hintergrund der Transaktion?

Antwort

EY hat Gegenstand und Hintergrund der von der TUI AG und TTP beabsichtigten Transaktion im Wesentlichen wie folgt zusammengefasst:

Am 27. Juni 2014 haben die TUI AG und die TTP über eine Ad-hoc Mitteilung gemäß § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WPHG) eine Erklärung zum geplanten Zusammenschluss der TUI AG mit der TTP abgegeben. Hintergrund ist die grundsätzliche Einigung der TUI AG mit der TTP über die wesentlichen Konditionen des geplanten Zusammenschlusses in Form eines „all-share nil premium merger“ im Wege eines „JK Scheme of Arrangement“. Hierbei gibt die TUI AG neue Aktien an TTP Anteilseigner aus.

Die in der Erklärung skizzierten Konditionen des beabsichtigten Zusammenschlusses werden voraussichtlich am 15. September 2014 im Rahmen eines Angebotes und einer Ad-hoc Mitteilung näher spezifiziert werden. Die nachfolgend genannten Konditionen sind entsprechend des Kenntnisstandes vom 10. September 2014 in die Bewertung der TUI AG nach erfolgter Transaktion eingeflossen.

- ▶ Die TTP Anteilseigner (außer TUI AG und bestimmte mit ihr verbundene Parteien) erhalten 0,399 neue TUI AG Aktien für jede von ihnen zum relevanten Stichtag gehaltene TTP Aktie. Das Umtauschverhältnis wurde auf der Grundlage des Verhältnisses der historischen durchschnittlichen Börsenkurse beider Aktien ermittelt.
- ▶ Es ist beabsichtigt, den Aktionären der TTP eine Dividende in Höhe von 20,50 Britischen Pence je TTP Anteil noch vor dem Closing der Transaktion in Ergänzung zu der bereits von TTP vor der Erklärung zum geplanten Zusammenschluss angekündigten Zwischendividende in Höhe von 4,05 Britischen Pence (Ausschüttung Anfang Oktober 2014) auszuzahlen.
- ▶ Zudem soll das Dividendenniveau der TUI AG nach erfolgter Transaktion ausgehend von dem ursprünglich beabsichtigten Dividendenniveau für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 um 10% angehoben werden.

Die TUI AG hält zum Bilanzstichtag 30. September 2013 mit rund 54,48% (609.120.138 von insgesamt 1.118.010.670

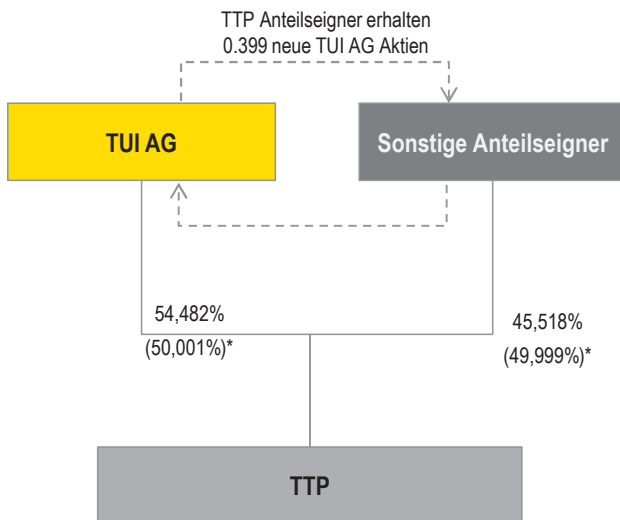
Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

„ordinary shares“) die Stimmrechtsmehrheit an der TTP. Eine Verwässerung des Anteils an der TTP tritt für die TUI AG ein, wenn sich die Aktienanzahl durch die potenzielle Ausgabe neuer Aktien aus Wandelrechten erhöht. Bei einer Ausübung aller Wandelrechte des „TUI Travel 2014 Convertible Bonds“ mit Fälligkeit Anfang Oktober 2014 ergibt sich eine Ausgabe von 100.200.400 neuen „ordinary shares“ und eine Verwässerung des Anteils der TUI AG an der TTP auf 50,001%.

Im Folgenden eine grafische Darstellung der Transaktion:

„All-share nil-premium merger“ mittels einer Sachkapitalerhöhung

Quelle: TUI AG Informationen



* Anmerkung:
Verwässerung des Anteils der TUI AG an der TTP von 54,48% auf 50,001% durch Ausgabe neuer Aktien im Rahmen der Wandlung des TUI Travel 2014 Convertible Bonds Anfang Oktober 2014

Ziel des Zusammenschlusses

Erklärtes Ziel des Zusammenschlusses ist die Realisierung von strategischen und finanziellen Vorteilen für die Anteilseigner der TUI AG und der TTP. Folgende Eckpunkte hinsichtlich der die TTP übernehmenden TUI AG nach erfolgter Transaktion wurden im Rahmen der Veröffentlichung der beabsichtigten Transaktion bekannt gegeben:

- ▶ Der Konzern wird seinen Sitz in Deutschland haben und über ein Premium-Listing an der Londoner Wertpapierbörse neben einer Notierung im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse verfügen.
- ▶ Der Konzern wird, soweit möglich, dem englischen und deutschen Corporate Governance Kodex entsprechen sowie dem UK Takeover Code und dem deutschen Übernahmerecht unterliegen.
- ▶ Die TUI AG und die TTP beabsichtigen, hinsichtlich etwaiger Dividenden für das Geschäftsjahr 2014 den Anteilseignern der TUI AG und TTP unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses gleichwertige Zahlungen zu ermöglichen.
- ▶ Es ist beabsichtigt, die künftige Ausschüttungspolitik nach Vollzug der Transaktion zu überarbeiten und dabei, vor dem Hintergrund der erwarteten Profitabilität und entsprechender freier Cash Flows, eine der aktuellen Ausschüttungspolitik von TUI Travel entsprechende Höhe der Dividenden anzustreben.

Wirtschaftliche Begründung des Zusammenschlusses

Im Zusammenhang mit der Bekanntgabe des Zusammenschlusses haben die TUI AG und die TTP den Zusammenschluss wie folgt wirtschaftlich begründet:

Durch den Zusammenschluss entsteht ein weltweit führender integrierter Touristikkonzern mit einer signifikant vereinfachten Konzernstruktur.

Im Rahmen des Zusammenschlusses können signifikante Synergiepotenziale in Form (i) möglicher Kostenersparnisse im Verwaltungsbereich, (ii) steuerlicher Vorteile sowie (iii) der Stärkung des Umsatzwachstums durch Ausweitung des Produktportfolios realisiert werden; dies sind im Einzelnen:

Kosteneinsparungen im Verwaltungsbereich; um diese Kosteneinsparungen erzielen zu können, fallen einmalige Integrationskosten an.

Möglichkeit der Nutzung steuerlicher Verlustvorträge und einer effizienteren konzernweiten steuerlichen Ausrichtung bei einer einheitlichen Eigentümerstruktur.

Stärkung des Umsatzwachstums unter anderem durch eine schnellere Erweiterung des Produkt-Portfolios für Urlaubsangebote, eine höhere Auslastung in bestehenden Hotels, ein integriertes Yield Management und den Fokus auf die Kerngeschäfte der TUI AG im Hotel- und Kreuzfahrtbereich.

Durch den Zusammenschluss wird das Wachstumsprofil im Mainstream Tourismusgeschäft verbessert, basierend auf einem erweiterten Content-Portfolio der TUI AG mit ihren Hotels und Kreuzfahrtschiffen sowie dem Marktzugang, der Vertriebskraft und den spezifischen Urlaubskonzepten der TTP.

Im Rahmen des Zusammenschlusses erfolgt eine Neudefinition des Geschäftes (Mainstream Tourismus) und der nicht zum Mainstream gehörenden Aktivitäten; dabei werden die Unternehmensteile, die nicht zum Mainstream gehören, getrennt geführt und im Wert maximiert.

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Im Folgenden eine grafische Darstellung der Unternehmensteile, die im Fokus des neuen TUI Konzerns stehen:

Unternehmensteile im Fokus des neuen TUI Konzerns

Quelle: Management Informationen

Mainstream	Non-Mainstream
<p>Mainstream Tour Operator</p> <ul style="list-style-type: none">• Europas größter Reiseveranstalter• Eigentümerin: TTP• GJ13A Umsätze: MEUR 15.192 GJ13A EBITA: MEUR 577 <p>Inbound Services</p> <ul style="list-style-type: none">• Anbieter von Zielgebietsdienstleistungsgeschäften wie Transfers und Ausflüge/ Rundreisen• Eigentümerin: TTP <p>TUI Hotels & Resorts</p> <ul style="list-style-type: none">• Europas größtes (Freizeit-) Hotel Unternehmen mit 232 Hotels und 155.000 Betten• Eigentümerin: TUI AG• GJ13A Umsätze: MEUR 403 / GJ13A EBITA: MEUR 197 <p>Kreuzfahrten</p> <ul style="list-style-type: none">• HLKF: Anbieter im deutschsprachigen Luxus- und Expeditionssegment• TUI Cruises ist ein Joint-Venture zwischen Royal Caribbean Cruises und der TUI AG, Anbieter für Premium Reisen im Deutschen Markt• Eigentümerin: TUI AG• GJ13A Umsätze: MEUR 261 / GJ13A EBITA: MEUR -14	<p>Online Accommodation</p> <ul style="list-style-type: none">• Vermittlung von Bettenkapazitäten (Hotelportale B2B) sowie Online-Portale für Endkunden (Hotelportale B2C)• Eigentümerin: TTP <p>Specialist & Activity</p> <ul style="list-style-type: none">• Veranstalter Spezial- und Erlebnisreisen• Eigentümerin: TTP• GJ13A Umsätze: MEUR 1.676 / GJ13A EBITA: MEUR 44
	<p>Zur Veräußerung bestimmt</p> <p>Hapag-Lloyd AG (Containerschifffahrt, Anteil 22,04%)</p> <ul style="list-style-type: none">• Weltweit tätige Containerschifffahrtsgesellschaft• Eigentümerin: TUI AG• GJ13A* Umsätze: MEUR 6.567 / GJ13A* EBIT: MEUR 67 (HLAG 100%) <p>*Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr</p>

Frage 11– Von welchen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen geht das Bewertungsgutachten aus?

Antwort

Im Bewertungsgutachten sind die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie folgt zusammengefasst:

Die TUI AG ist ein weltweit agierender Touristikonzern. Die wichtigsten Quellmärkte des Konzerns sind Großbritannien, Deutschland, Frankreich sowie die nordischen Länder. Die online-Aktivitäten beziehen sich zudem im Wesentlichen auf den asiatischen und den US-amerikanischen Markt.

Die Geschäftsentwicklung der TUI AG ist primär abhängig vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld in den Quellmärkten. Eine Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen und der Sicherheitslage in den Zielgebieten besteht lediglich kurzfristig, da auf regionale Risiken mittelfristig z.B. über Kapazitätsanpassungen reagiert werden kann. Für die in der Sparte TUI Hotels & Resorts zusammengefassten Hotelanlagen gilt dies zwar nur eingeschränkt, allerdings konnten in der Vergangenheit Buchungsrückgänge in bestimmten Zielgebieten durch Auslastungs- und positive Rateneffekte in anderen Gebieten weitgehend kompensiert werden.

Die gesamtwirtschaftliche Lage in Europa im Allgemeinen sowie in den vier wichtigsten Quellmärkten Großbritannien, Deutschland, Frankreich und den nordischen Länder wird im Bewertungsgutachten wie folgt dargestellt:

- Nach einem geringen Wachstum des europäischen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2013 um 0,5%, erwartet der

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Internationale Währungsfonds (IWF) laut „World Economic Outlook“ vom April 2014 für das Gesamtjahr 2014 ein moderates Wachstum des Bruttoinlandsprodukts um 1,7%. Für das Jahr 2015 wird von einem etwas höheren Anstieg um 1,9% ausgegangen.

- ▶ Für die entwickelten europäischen Volkswirtschaften werden mit 1,5% im Jahr 2014 und 1,7% im Jahr 2015 geringfügig niedrigere Wachstumsraten erwartet. Das erwartete Wachstum wird begründet mit der Stabilisierung und Stärkung der Binnennachfrage sowie einer positiven Entwicklung der Nettoexporte. Als Hauptrisiken werden u.a. unvollständige Strukturreformen, die hohe Arbeitslosigkeit, externe Faktoren sowie eine geringe Inflationsrate angeführt.
- ▶ Das Wachstum der europäischen Schwellenländer wird auf 2,4% im Jahr 2014 und 2,9% im Jahr 2015 geschätzt. Das Wachstum wird u.a. infolge der Erholung in den entwickelten europäischen Volkswirtschaften, eines Wachstums der jeweiligen Binnennachfrage sowie der Bereitstellung von EU-Fördermitteln erwartet.
- ▶ Das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland soll im Jahr 2014 um 1,7% und im Jahr 2015 um 1,6% wachsen. Das Wachstum wird begünstigt durch die robuste Lage am Arbeitsmarkt, vorteilhafte monetäre Bedingungen, ein gestiegenes Konsumentenvertrauen sowie eine damit verbundene weiterhin steigende Binnennachfrage. Mittelfristig sinkt die erwartete Wachstumsrate auf 1,3% in 2019.
- ▶ Der Internationale Währungsfonds erwartet für Großbritannien einen starken Anstieg des BIP um 2,9% im Jahr 2014 und 2,5% im Jahr 2015. Diese erwartete Entwicklung wird im Wesentlichen mit günstigen monetären Bedingungen sowie staatlichen Anreizen für Investitionsausgaben begründet. Bis 2019 wird ein jährliches Wachstum von rd. 2,4% p.a. erwartet.
- ▶ Das BIP in Frankreich ist im Jahr 2013 mit 0,3% nur geringfügig gewachsen. Für die kommenden Jahre wird mit einer allgemeinen Erholung der Wirtschaft sowie einem Anstieg der Binnennachfrage und der Exporte gerechnet. Entsprechend wird ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,0% im Jahr 2014 und 1,5% im Jahr 2015 erwartet. Mittelfristig werden steigende Wachstumsraten bis 1,9% p.a. in 2019 prognostiziert.
- ▶ Die prognostizierte wirtschaftliche Entwicklung in den nordischen Ländern ist uneinheitlich. In Finnland wird mit einer langsamen Erholung der Wirtschaft gerechnet. Für das Bruttoinlandsprodukt in Norwegen und Dänemark werden moderate Wachstumsraten erwartet. Die höheren Wachstumsraten in Schweden (2,8% im Jahr 2014 und 2,6% im Jahr 2015) werden mit einem Anstieg der externen Nachfrage sowie einer vorteilhaften Geldpolitik begründet. Während die Prognosen für Schweden eine Abschwächung des jährlichen Wirtschaftswachstums auf 2,4% in 2019 zeigen, wird für Finnland, Dänemark und Norwegen ausgehend von einem niedrigeren Niveau eine Beschleunigung erwartet (1,8%, 1,8% bzw. 2,1% BIP Wachstum in 2019).

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht zur erwarteten Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts in ausgewählten Ländern und Regionen:

Erwartete Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts in ausgewählten Ländern und Regionen

Einheit: in %	2013	2014*	2015*	2016*	2017*	2018*	2019*
Deutschland	0,5	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3
Großbritannien	1,8	2,9	2,5	2,4	2,3	2,4	2,4
Irland	(0,3)	1,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Frankreich	0,3	1,0	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9
Finnland	(1,4)	0,3	1,1	1,5	1,6	1,8	1,8
Dänemark	0,4	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
Norwegen	0,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1
Schweden	1,5	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,4
Entwickelte europäische Länder	0,1	1,5	1,7	n/a	n/a	n/a	n/a
Europäische Schwellenländer	2,8	2,4	2,9	3,2	3,3	3,4	3,4
Europa	0,5	1,7	1,9	n/a	n/a	n/a	n/a

* Schätzung

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2014.

Frage 12 – Von welchem Marktumfeld im Bereich der Touristik geht das Bewertungsgutachten aus?

Antwort

Im Bewertungsgutachten ist das Marktumfeld im Bereich der Touristik wie folgt zusammengefasst:

Der TUI Konzern ist in den Bereichen Reiseveranstaltung, Hotels und Kreuzfahrten tätig.

- ▶ Die Tourismus-Branche gehört zu den wesentlichen Branchen weltweit. Gemäß einer Studie des World Travel & Tourism Council (WTTC) erzielt die Branche rd. 2,9% des weltweiten Bruttoinlandsprodukt und beschäftigt rd. 3,4% der Arbeitnehmer. Bis zum Jahr 2024 soll der Anteil der Branche am weltweiten Bruttoinlandsprodukt auf 3,1% und der Anteil der beschäftigten Arbeitnehmer auf 3,7% steigen wird (Quelle: WTTC, Travel & Tourism - Economic Impact 2014 – World).
- ▶ Wird der gesamte, auch mittelbare Beitrag der Branche betrachtet, d.h. auch die relevanten Investitionen (z.B. in Schiffe, Flugzeuge und Hotels), Staatsausgaben (z.B. für Marketing, Sicherheit) sowie Käufe von Waren und Dienstleistungen (z.B. Nahrungsmittel, Treibstoffe), so generiert die Branche insgesamt 9,5% des weltweiten Bruttoinlandsproduktes und beschäftigt insgesamt rund 8,9% der Arbeitnehmer. Es wird geschätzt, dass bis zum Jahr 2024 der so definierte Anteil der Branche am weltweiten Bruttoinlandsprodukt auf insgesamt 10,3% und der Anteil der beschäftigten Arbeitnehmer auf 10,2% steigen wird (Quelle: WTTC, Travel & Tourism - Economic Impact 2014 – World).
- ▶ Gemäß einer Studie der United Nations World Tourism Organisation (UNWTO), ist die Zahl der internationalen touristischen Ankünfte (Übernachtungsgäste) im Jahr 2013 um 5,0% gegenüber dem Vorjahr auf einen Rekordwert von 1.087 Millionen gestiegen. Die durchschnittliche Wachstumsrate der Ankünfte über die Jahre 2005 bis 2013 lag bei 3,8% p.a. Die Wachstumsrate für das Jahr 2014 wird oberhalb dieses Niveaus mit 4,0% bis 4,5% geschätzt. Rund 52% der touristischen Ankünfte in den Jahren 2012 und 2013 entfielen auf Erholung, Freizeit und Urlaub. Die restlichen Ankünfte entfallen auf Geschäfts-, Gesundheits- und Religionsreisen sowie Besuche von Familie und Freunden und sonstige Reisen. Die UNWTO erwartet für den Zeitraum 2010 bis 2030 ein Wachstum der internationalen touristischen Ankünfte von durchschnittlich 3,3% pro Jahr auf 1.800 Millionen

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

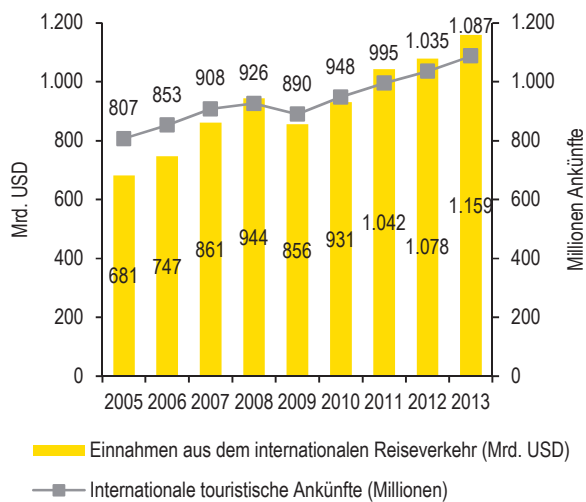
Ankünfte (Quelle: United Nations World Tourism Organisation (UNWTO), Tourism Highlights 2014, May 2014).

- ▶ Die Einnahmen aus dem internationalen Reiseverkehr, welche alle in den Destinationen generierten Einnahmen aus Unterbringung, Verpflegung, Transport, Vergnügen und Einkäufen beinhalten, sind im Jahr 2013 um 7,5% auf Mrd. USD 1.159 gestiegen. Innerhalb des Zeitraums 2005 bis 2013 betrug die Wachstumsrate dieser Einnahmen durchschnittlich 6,9% p.a. und lag somit noch über der Wachstumsrate der internationalen touristischen Ankünfte (UNWTO, World Tourism Barometer Volume 12).

Im Folgenden eine grafische Übersicht über die Einnahmen aus dem internationalen Reiseverkehr (Mrd. USD) und internationale touristische Ankünfte (Millionen) 2005-2013:

Einnahmen aus dem internationalen Reiseverkehr (Mrd. USD) und internationale touristische Ankünfte (Millionen) 2005 - 2013

Quelle: UNWTO World Tourism Barometer Volume 12



Frage 13 – Von welchem Marktumfeld und Wettbewerbsbedingungen geht das Bewertungsgutachten in Bezug auf Reiseveranstalter aus?

Antwort

Das Bewertungsgutachten geht von folgendem Marktumfeld und Wettbewerbsbedingungen in Bezug auf Reiseveranstalter aus:

Der relevante Markt der Sparte TUI Travel innerhalb der TUI AG umfasst neben speziellen Themenreisen, wie Bildungs-, Sprach- und Sportreisen, und der direkten Vermittlung von Unterkünften über Online-Plattformen, hauptsächlich die Veranstaltung von Urlaubsreisen als Gesamtpaket bestehend aus Flug, Hotel sowie Reisebetreuung im Zielgebiet. Die TTP generiert ihren Umsatz über die Stufen der Wertschöpfungskette überwiegend in europäischen Ländern.

- ▶ Gemäß einer Studie des Beratungsunternehmens PhoCusWright, generieren die drei Länder Deutschland, Großbritannien und Frankreich zusammen rd. 60% der Umsätze für Freizeitreisen und selbstorganisierten Geschäftsreisen in Europa. Die Studie führt aus, dass die Ausgabebereitschaft der Konsumenten für Freizeitreisen vergleichsweise höher ist als die Ausgabebereitschaft für andere Freizeitgüter, Freizeitdienstleistungen, Hobbies, Mode oder Freizeitelektronik (Quelle: PhoCusWright, Inc., European Consumer Travel Report Fourth Edition, September 2013).

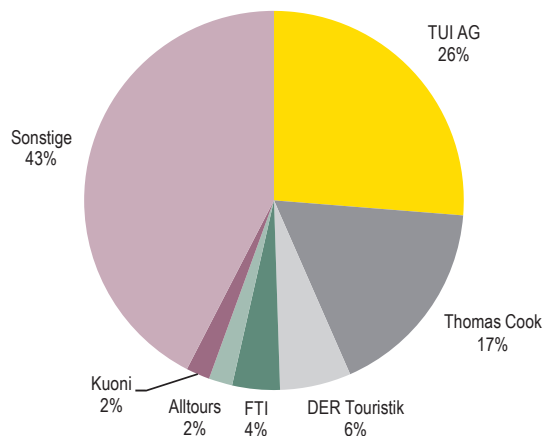
Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

- ▶ Der Markt für Freizeitreisen in den genannten Ländern hat sich im Jahr 2013 weiter erholt; der Anteil der Erwachsenen, die in den letzten zwölf Monaten eine Freizeitreise unternommen haben, hat sich um rd. 3 bis 4 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr erhöht. Zusätzlich ist der durchschnittliche Reisepreis in Deutschland und Großbritannien um 9,6% bzw. 7,2% gestiegen (Quelle: PhoCusWright, Inc., European Consumer Travel Report Fourth Edition, September 2013).
- ▶ Der Online-Vertrieb gewinnt auch im Bereich der Reiseveranstaltung kontinuierlich an Bedeutung. Der Anteil der Kunden, die ausschließlich diesen Vertriebskanal nutzen, wird für 2013 in Deutschland auf rd. 31%, in Großbritannien auf rd. 38% und in Frankreich auf rd. 29% geschätzt. Diese Kennzahl steigt seit Jahren stetig an, wobei insbesondere Hotels und Flüge online gebucht werden.
- ▶ Gemessen an der Anzahl der Reisenden, ist der TUI Konzern mit rd. 26% Marktanteil der größte Reiseveranstalter in Europa. Zu den wesentlichen Wettbewerbern zählen unter anderem Thomas Cook (rd. 17%), DER Touristik (rd. 6%), FTI (rd. 4%), Alltours (rd. 2%) sowie Kuoni (rd. 2%) (Quelle: TTP interne Analyse).
- ▶ Der Markt der Online-Reisebüros (OTA, Online Travel Agents) wird dominiert von Expedia und Booking.com, die in Europa rund die Hälfte der Umsätze dieses Vertriebsweges auf sich vereinen. Aufgrund der geringen Markteintrittsbarrieren wächst die Anzahl der Online-Reisebüros stetig an. Die steigende Popularität der Reise-Metasuchmaschinen (z.B. Trivago) führt zu einer zusätzlichen Verstärkung des Wettbewerbs (Quelle: TTP interne Analyse).

Im Folgenden eine grafische Darstellung zu den Marktanteilen der Reiseveranstalter in Europa:

Marktanteile Reiseveranstalter in Europa (Anzahl der Reisenden in 2013)

Quelle: TTP interne Analyse



Frage 14 – Von welchem Marktumfeld und Wettbewerbsbedingungen geht das Bewertungsgutachten in Bezug auf Ferien- und Geschäftshotellerie aus?

Antwort

Das Bewertungsgutachten geht von folgendem Marktumfeld und Wettbewerbsbedingungen in Bezug auf Ferien- und Geschäftshotellerie aus:

Relevantes Marktumfeld der Sparte TUI Hotels & Resorts ist die Ferienhotellerie. Als größter Anbieter Europas gehört die Mehrzahl der Häuser im Portfolio zum Premium oder Luxus Segment. Dabei bestehen aktuell Hotelkapazitäten

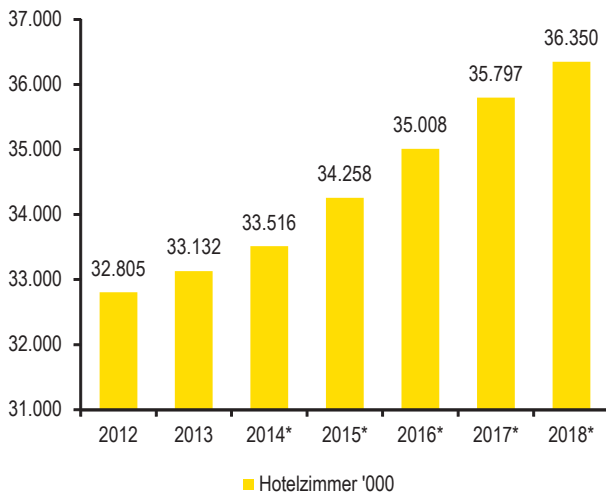
weltweit mit einem Fokus auf Destinationen in Europa.

- ▶ Das Marktumfeld für Ferienhotellerie wird wesentlich durch die Anzahl der Reisenden geprägt. Wie bereits beschrieben, erwartet die UNWTO ein Wachstum der internationalen Ankünfte von durchschnittlich 3,3% p.a. bis zum Jahr 2030. In 2013 lag der Anstieg der Ankünfte ggü. dem Vorjahr bei rd. 5%. Trotz einer leicht rückläufigen durchschnittlichen Zimmerrate (Average Daily Rate, ADR) von rd. EUR 101 per November 2013 (EUR 102 per November 2012) in Europa, stieg der durchschnittlich erzielte Umsatz europaweit je verfügbarem Zimmer (Revenue per available room, RevPAR) im Zeitraum Januar bis November 2013 leicht von rd. EUR 68 auf rd. EUR 69. Dies ist im Wesentlichen auf die europaweit leicht steigende Kapazitätsauslastung zurückzuführen (Global Hotel Review, STR Global, November 2013).
- ▶ Auch die Anbieter setzen auf weiteres Marktwachstum. So befanden sich in 2013 allein in Europa rd. 61.000 Zimmer im Bau. Mehr als die Hälfte davon können dem gehobenen Preissegment zugeordnet werden. Weltweit wird ein Anstieg der Anzahl der angebotenen Hotelzimmer bis 2018 von rd. 2% pro Jahr erwartet (Business Monitor International, Global Tourism Overview Q3 2014). Über den gesamten Bestand wurden in Europa in 2013 rd. 40 bis 60 % der Hotels unter einer bestimmten Marke betrieben bzw. gehörten einer Hotelkette an (Studie „Room to grow“, pwc, März 2014).
- ▶ Durch steigende Einkommen weltweit sowie eine wachsende Mittelschicht in Schwellenländern, steigt grundsätzlich die Nachfrage der Endkunden. Dies bezieht sich insbesondere auf all-inclusive Angebote, bevorzugt in tropischen Destinationen. Es wird erwartet, dass das Angebot an all-inclusive Resorts aufgrund vergleichsweise niedriger Lohn- und Verpflegungskosten insbesondere in Destinationen wie Mexiko, Jamaika oder der Dominikanischen Republik wächst. Neben der Nachfrage nach all-inclusive Angeboten wird eine steigende Nachfrage nach alternativen und höherpreisigen Produkten erwartet.
- ▶ Weltweit werden steigende Preise für Hotelimmobilien beobachtet (Studie „Global Hospitality Insights 2014“, EY). Investoren sind dabei insbesondere an einem Einstieg in den Emerging Markets wie beispielsweise Mittel- und Südamerika interessiert.
- ▶ Risiken für Hotelgesellschaften werden vor allem in einer höheren Nutzung von Apartments und Ferienwohnungen gesehen, die für den Endkunden eine vergleichsweise größere Flexibilität bieten. Weiterhin wird erwartet, dass sich die sogenannte „Millennial“ Generation (geboren zwischen 1980 und 2000) in den kommenden 5 bis 10 Jahren als Kernkunden etablieren wird. Diese Kundengruppe ist in einem hohen Maße durch die weiter zunehmende Digitalisierung geprägt. Hotelbetreiber sehen sich entsprechend einer größeren Markttransparenz ausgesetzt, die stetige Innovationen erfordert, um langfristig erfolgreich und profitabel zu bleiben.

Im Folgenden eine grafische Übersicht zur Entwicklung der Anzahl der Hotelzimmer weltweit:

Entwicklung der Anzahl der Hotelzimmer weltweit

Quelle: Business Monitor International, Global Tourism Overview Q3 2014



* Schätzung

Frage 15 – Von welchem Marktumfeld und Wettbewerbsbedingungen geht das Bewertungsgutachten in Bezug auf das Geschäft mit Kreuzfahrten aus?

Antwort

Das Bewertungsgutachten geht von folgendem Marktumfeld und Wettbewerbsbedingungen in Bezug auf auf das Geschäft mit Kreuzfahrten aus:

- ▶ Der weltweite Kreuzfahrtmarkt hat sich in den letzten sechs Jahren überaus positiv entwickelt; so stieg das Passagieraufkommen von 15,9 Millionen im Jahr 2007 auf 21,3 Millionen Passagiere in 2013 (Quelle: Deutscher ReiseVerband (DRV) / Cruise Lines International Association (CLIA) Deutschland: Der Hochsee-Kreuzfahrtmarkt Deutschland 2013). Davon entfielen in 2013 rd. 55% auf Passagiere aus Nordamerika (im Wesentlichen aus den USA), 30% auf Passagiere aus Europa sowie 15% auf Passagiere aus der übrigen Welt. Ausgehend von einer vergleichsweise niedrigeren Basis überstieg dabei das europäische Marktwachstum im Zeitraum 2007 bis 2013 (durchschnittlich 7,9% p.a.) das in Nordamerika realisierte Wachstum deutlich (1,9% p.a.).
- ▶ Betrachtet man die einzelnen Quellmärkte, so ergibt sich im Jahr 2013 für die USA der größte Marktanteil mit über 51% des weltweiten Passagieraufkommens. Mit jeweils ungefähr 8% des Passagieraufkommens folgen Großbritannien/Irland sowie Deutschland, das in den letzten Jahren deutlich Marktanteile innerhalb Europas gewinnen konnte. Das Wachstum des Passagieraufkommens des deutschen Kreuzfahrtmarktes ist mit 14,1% p.a. ausgehend von 2007 eines der stärksten in Europa. Großbritannien/Irland konnte hieran nicht anknüpfen (4,4% jährlich), sodass sich die beiden Quellmärkte in Bezug auf das Marktvolumen heute auf einem ähnlichen Niveau befinden.
- ▶ Sollte sich diese Entwicklung weiter fortsetzen, könnte Deutschland bereits in 2014 zum zweitgrößten Kreuzfahrten-Quellmarkt hinter den USA aufsteigen. Mitverantwortlich für dieses Wachstum ist dabei die Indienststellung neuer Schiffe im Premiumsegment mit einer im Vergleich zur Vergangenheit höheren Kapazität (bspw. bei TUI Cruises).

Die beiden Kreuzfahrtgesellschaften der TUI AG sind insbesondere auf das deutsche und internationale Luxussegment

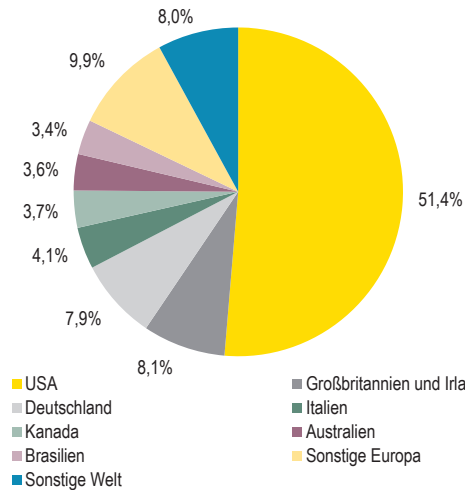
Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

(Hapag-Lloyd Kreuzfahrten (HLKF)) sowie den deutschen Premiummarkt (TUI Cruises) ausgerichtet.

Im Folgenden grafische Darstellungen zu den Marktanteilen 2013 (Passagieraufkommen) nach Quellenmärkten und zum Passagieraufkommen der 5 größten europäischen Quellenmärkte:

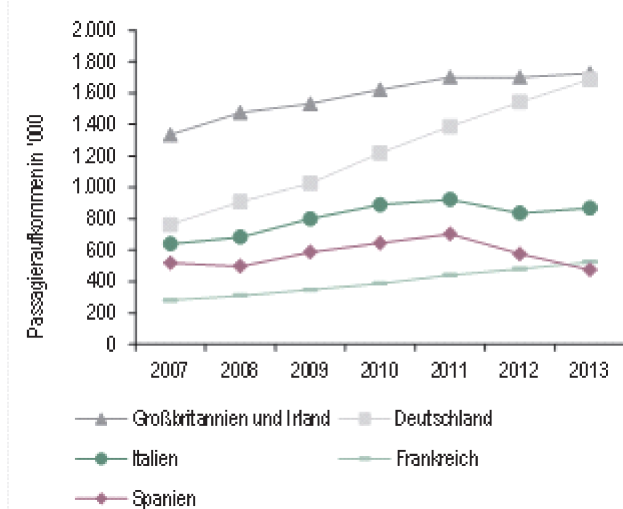
Marktanteile 2013 (Passagieraufkommen) nach Quellmärkten

Quelle: DRV / CLIA Deutschland: Der Hochsee-Kreuzfahrtmarkt Deutschland 2013



Passagieraufkommen der 5 größten europäischen Quellmärkte

Quelle: DRV / CLIA Deutschland: Der Hochsee-Kreuzfahrtmarkt Deutschland 2013



Frage 16 – Welche rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse der TUI AG vor Transaktion liegen dem Bewertungsgutachten zugrunde?

Antwort

Die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse der TUI AG vor Transaktion sind im Bewertungsgutachten wie folgt zusammengefasst:

Rechtliche Verhältnisse

Die TUI AG mit Sitz in Berlin und Hannover wurde 1968 gegründet und ist in den Handelsregistern der Amtsgerichte Berlin-Charlottenburg (HRB 321) und Hannover (HRB 6580) registriert. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft endet

jeweils am 30. September.

Gegenstand des Unternehmens ist die gewerbliche Betätigung in der Touristik und in der Schifffahrt (einschließlich aller damit in Zusammenhang stehenden Dienstleistungen und Projektentwicklungen), die Beteiligung an Unternehmen der Reiseveranstaltung, des gewerblichen Luftverkehrs, der Passagier- und der Güterschifffahrt (insbesondere der Containerschifffahrt) sowie des Containertransportgewerbes, des Hotelgewerbes, des Freizeitbereichs sowie an Reisebüros und durch sonstige Dienstleistungen und zwar in eigenen oder in Betrieben von Beteiligungsgesellschaften sowie die Zusammenfassung von Beteiligungsgesellschaften unter einheitlicher Leitung.

Zum 30. Juni 2014 umfasste der Konsolidierungskreis der TUI AG 628 Tochterunternehmen, davon 582 im Ausland. Desweiteren wurden 23 assoziierte und 35 Gemeinschaftsunternehmen at Equity bilanziert.

Vorstand und Aufsichtsrat arbeiten bei der Steuerung des Unternehmens eng zusammen, wobei der Vorstand die Gesamtverantwortung für die Unternehmensleitung trägt. Neben dem Vorstandsvorsitzenden Friedrich Joussen gibt es zwei weitere Vorstandsmitglieder mit den Ressorts Finanzen und Personal (Horst Baier) und Touristik (Peter Long).

Die TUI AG ist im elektronischen Handelssystem Xetra notiert und wird an allen deutschen Präsenzbörsen gehandelt. Das Grundkapital der TUI AG beträgt zum 31. Juli 2014 EUR 718.559.394,22 und verteilt sich auf 281.076.004 nennwertlose Aktien. Die TUI AG hält keine eigenen Aktien im Bestand.

Darüber hinaus hat die TUI AG nachfolgende Wandelschuldverschreibungen begeben; die Wandelanleihen können bis zur jeweiligen Fälligkeit in TUI AG Aktien gewandelt werden. Die Anzahl der Aktien der TUI AG nach angenommener vollständiger Wandlung der Wandelschuldverschreibungen beträgt 320.061.085 Aktien.

- ▶ "TUI AG November 2014 Bonds" – Wandelschuldverschreibungen mit einem Kupon von 5,5% (fällig im November 2014) mit einem ausstehendem Volumen per 31. Juli 2014 von EUR 55.999.414,30 (ursprüngliches Gesamtvolumen von EUR 217.789.399,90); entsprechend der Wandelbedingungen können noch maximal 10.046.840 Aktien gewandelt werden.
- ▶ "TUI AG March 2016 Bonds" – Wandelschuldverschreibungen mit einem Kupon von 2,75% (fällig im März 2016) mit einem ausstehendem Volumen per 31. Juli 2014 von EUR 338.944.918,24 (ursprüngliches Gesamtvolumen von EUR 338.964.059,22); es können noch maximal 28.938.241 Aktien gewandelt werden.

Steuerliche Verhältnisse

Die TUI AG ist Organträgerin einer ertragsteuerlichen (Körperschaft- und Gewerbesteuer) sowie einer umsatzsteuerlichen Organschaft mit folgenden Tochtergesellschaften als Organgesellschaften:

- ▶ TUI Beteiligungs GmbH
- ▶ Preussag Immobilien GmbH
- ▶ TUI Group Services GmbH (vormals: Preussag Finanz- und Beteiligungs GmbH)
- ▶ TUI-Hapag Beteiligungs GmbH
- ▶ TUI Insurance Services GmbH
- ▶ Hapag-Lloyd Kreuzfahrten GmbH

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

- ▶ Robinson Club GmbH
- ▶ Defag Beteiligungsverwaltungs GmbH I
- ▶ Defag Beteiligungsverwaltungs GmbH II

Die Veranlagungszeiträume bis einschließlich des Kalenderjahres 2000 sind bei TUI AG abschließend geprüft und veranlagt. Momentan läuft die Betriebsprüfung für die Prüfungszeiträume 2001 bis 2005, die auf Ebene der Tochtergesellschaften weitestgehend abgeschlossen ist, sowie 2006 bis 2010. Die Steuerveranlagungen stehen gleichwohl unter dem Vorbehalt der Nachprüfung.

Frage 17 – Von welcher wirtschaftlichen Grundlage des TUI Konzerns vor Transaktion geht das Bewertungsgutachten aus?

Antwort

Die wirtschaftlichen Grundlagen des TUI Konzerns vor Transaktion sind im Bewertungsgutachten wie folgt zusammengefasst:

TUI Konzern

Der TUI Konzern ist mit seinen Sparten TUI Travel, TUI Hotels & Resorts und Kreuzfahrten in der Touristik tätig. Zur Wertsteigerung und Wiederherstellung der Dividendenfähigkeit der TUI AG wurde das Strategieprogramm „oneTUI“ initiiert. Weiterhin hält die TUI AG über ein Tochterunternehmen eine 22,04%ige Beteiligung an der Containerschiffahrtsgesellschaft Hapag-Lloyd AG (HLAG), Hamburg.

TUI Travel

Die TUI Travel plc hat ihren Sitz in Großbritannien und ist an der London Stock Exchange gelistet.

Zum Bilanzstichtag 30. September 2013 hielt die TUI AG rund 54,48% der Stimmrechte. Infolge der Fälligkeit einer Wandelschuldverschreibung der TTP Anfang Oktober 2014 kann der Anteil der TUI AG bis zum Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 auf 50,001% sinken.

Für Ausführungen zu den wirtschaftlichen Grundlagen der TUI Travel wird auf die Beantwortung der Frage 27. verwiesen.

TUI Hotels & Resorts

Die Sparte TUI Hotels & Resorts umfasste per 30. September 2013 insgesamt 232 Hotels. Eine Übersicht über die Verteilung nach Hotelmarke, Sternekategorie, Bettenanzahl und Region zeigt die folgende Tabelle:

TUI Hotels & Resorts – Verteilung nach Hotelmarke

Hotelmarken	3 Sterne	4 Sterne	5 Sterne	Hotels gesamt	Betten	Hauptstandorte
RIU	7	59	34	100	87.373	Spanien, Mexiko, Karibik, Tunesien, Kapverden
Robinson	-	20	4	24	13.585	Spanien, Griechenland, Türkei, Schweiz, Österreich
Iberotel	-	15	9	24	13.285	Ägypten, Türkei, Deutschland
Grupotel	15	16	2	33	13.182	Spanien
Grecotel	-	10	9	19	10.079	Griechenland
Übrige Hotelbeteiligungen	3	19	10	32	17.837	Ägypten, Deutschland, Spanien
Gesamt	25	139	68	232	155.341	

- ▶ Per 30. September 2013 wurden 50% der Hotels im Rahmen von Managementverträgen betrieben, 41% befanden sich im Eigentum, 6% waren gepachtet und 3% über Franchiseverträge geführt. Die eigenen Hotels befinden sich dabei im Wesentlichen im westlichen Mittelmeer (28% der eigenen Hotelbetten), in der Karibik (26%) sowie in Nordafrika/Ägypten (23%).
- ▶ Wesentliche Hotelmarke im Portfolio ist RIU mit Sitz auf Mallorca. RIU betrieb im Geschäftsjahr 2013 100 Hotels in Spanien, Mexiko und der Karibik, vor allem im Premium- und Komfortsegment. Robinson ist führender Anbieter für Cluburlaube im Luxussegment mit Sport- und Eventangeboten und betrieb im Geschäftsjahr 2013 insgesamt 24 Anlagen in elf Ländern, insbesondere in Spanien, Griechenland, der Türkei sowie in der Schweiz und Österreich. Die 24 Iberotel Hotelanlagen sind überwiegend in Ägypten und der Türkei gelegen. Zur Hotelmarke Grupotel gehören sowohl Apartments als auch Luxusanlagen auf Mallorca, Menorca und Ibiza. Grecotel ist die griechische Hotelgesellschaft der TUI AG mit 19 Ferienanlagen.

Kreuzfahrten

Die Sparte Kreuzfahrten umfasst die 100% Tochter HLKF sowie TUI Cruises, ein Gemeinschaftsunternehmen mit Royal Caribbean Cruises Ltd., an dem beide Joint-Venture Partner jeweils 50% halten.

- ▶ HLKF hat ihren Sitz in Hamburg und betreibt vier Schiffe im Luxus- (Europa und Europa 2) und Expeditionssegment (Hanseatic und Bremen). Von den vier Schiffen befinden sich zwei im Eigentum (Europa und Bremen), zwei Schiffe sind gechartert (Europa 2 und Hanseatic).

Die größeren Schiffe Europa und Europa 2 bieten Hochseekreuzfahrten für 400 bis 500 Personen an, die kleineren Schiffe Hanseatic und Bremen Expeditionskreuzfahrten für 155 bis 175 Personen. Die Europa 2 und Hanseatic werden dabei zukünftig international vermarktet, die Europa und Bremen nur auf dem deutschsprachigen Markt angeboten. Insbesondere die Europa und Europa 2 bedienen das Luxussegment im Bereich Kreuzfahrten. Beide Schiffe wurden als weltweit einzige 5 Sterne-Plus-Schiffe ausgezeichnet.

Aufgrund negativer Ergebnisbeiträge von HLKF in der Vergangenheit wurde eine Restrukturierung und Neuausrichtung auf das Luxussegment vorgenommen. Die Schiffe Columbus und Columbus 2, die beide im Premiumsegment angesiedelt waren, wurden mittlerweile außer Dienst gestellt, zuletzt die Columbus 2 im Geschäftsjahr 2014.

- ▶ TUI Cruises, gegründet im Jahr 2008, bietet Hochseekreuzfahrten im gehobenen deutschsprachigen Marktsegment mit derzeit drei Schiffen an: Mein Schiff 1, Mein Schiff 2 und seit Juni 2014 Mein Schiff 3. Im Sommer 2015 ist die Indienstellung von Mein Schiff 4 geplant.

Strategieprogramm „oneTUI“

Das Strategieprogramm oneTUI soll neben der Wertsteigerung einzelner Geschäftsbereiche die grundsätzliche Dividendenfähigkeit der TUI AG wiederherstellen. Erste Maßnahmen wurden bereits im Geschäftsjahr 2013 umgesetzt. Die wesentlichen Komponenten des Programms sind:

- ▶ „Operative Exzellenz und Cash Orientierung“: Im Rahmen der Steigerung der operativen Exzellenz ist ein Programm aufgesetzt worden, mit den Zielen der Restrukturierung und Profitabilisierung unrentabler Bereiche, des Abbaus von Verschuldung sowie der finanziellen Disziplin und Steigerung der Cash Flows. Dazu gehören auch bereits implementierte Maßnahmen zur Senkung der Personal-, Sach- und Finanzierungskosten im Zentralbereich der TUI AG.
- ▶ „Transformation und Optimierung der vertikalen Integration“: Ziel dieses Ansatzes ist die Transformation des Geschäftsmodells des Konzerns von einer Dominanz des Veranstalters hin zu einer Inhalte- und Markenorientierung.
- ▶ Das Strategieprogramm oneTUI beinhaltet eine Wachstumsinitiative, im Rahmen derer der Bau von neuen bzw. der Erwerb bestehender Hotels für die Marken RIU, Robinson und für eine neue TUI Hotelmarke sowie der Ausbau der Kreuzschiffahrtsflotte der TUI Cruises geplant ist. Das Wachstumsszenario umfasst insgesamt 67 Hotels sowie zwei weitere Kreuzfahrtschiffe.
- ▶ Der strategischen 5-Jahresplanung der TUI AG vor Transaktion liegt die derzeitige Unternehmensstruktur zugrunde. Unter Berücksichtigung der derzeitigen Konzernstruktur und der damit einhergehenden derzeitigen Auslastungs- und Risikostruktur sowie bestehender Finanzierungsbeschränkungen erwartet die TUI AG, lediglich die Hälfte des gesamten geplanten Wachstums realisieren zu können.
- ▶ Entsprechend der strategischen 5-Jahresplanung der TUI AG nach erfolgter Transaktion kann aufgrund der dann verbesserten Auslastungs- und Risikostruktur sowie verbesserter Finanzierungsmöglichkeiten das gesamte geplante Kapazitätswachstum realisiert werden.

Containerschiffahrt (Finanzbeteiligung)

Die TUI AG ist zum Bewertungsstichtag zu 22,04% an der HLAG beteiligt. Der relevante Markt der Containerschiffahrt ist aktuell durch eine eher schwierige wirtschaftliche Lage geprägt. Die HLAG strebt derzeit einen Merger mit der chilenischen Containerschiffahrtlinie Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV) an.

Frage 18 – Welche Planungsrechnung, entsprechenden Planungsprozesse und Planungstreue der TUI AG vor Transaktion liegen dem Bewertungsgutachten zugrunde?

Antwort

Dem Bewertungsgutachten liegen die folgende Planungsrechnung, entsprechenden Planungsprozesse und Planungstreue der TUI AG vor Transaktion zugrunde:

Regulärer Planungsprozess

- ▶ Der konzerneinheitliche Planungsprozess der TUI AG beginnt mit einer Strategietagung im Frühjahr eines Jahres, auf der die Leitlinien für die strategische 5-Jahresplanung der Sparten abgestimmt werden. Die strategischen

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Planungsrechnungen werden dann auf Ebene der Sparten vorbereitet und in einer Serie von Workshops präsentiert und mit dem Management des TUI Konzerns abgestimmt. Dieser Planungsprozess bezieht insofern auch die TTP als wesentliche Sparte ein. Die strategischen Planungsrechnungen umfassen einen Zeitraum von fünf Jahren und enthalten die wichtigsten Kennzahlen (u.a. Umsatz, Gästeanzahl, EBITA, Investitionen).

- ▶ Auf der Basis der dezentral entwickelten und zentral abgestimmten strategischen 5-Jahresplanung wird eine detaillierte bottom-up Mittelfristplanung erstellt. Diese umfasst einen Zeitraum von drei Jahren.

Zur dezentralen Erarbeitung der Mittelfristplanung wird ein Planungshandbuch an die Gesellschaften des Konzerns versandt, in welchem neben der Zeitplanung der Planerstellung auch Planungsannahmen wie Zinssätze und Wechselkurse vorgegeben sind. Der Planungsprozess und die Planerstellung erfolgen IT-gestützt auf der Plattform des Hyperion Finanzsystems (HFM).

Die Ertragsplanungen der Gesellschaften werden zwischen Konzern-Controlling und Spartenmanagement abgestimmt und nach Anpassungen in die Konzernplanung übernommen. Planbilanzen für den TUI Konzern werden auf der Grundlage wesentlicher Bilanzkennzahlen top-down fortgeschrieben.

Die Mittelfristplanung wird durch den Aufsichtsrat der TUI AG genehmigt (Budget für das Folgejahr, erstes Planjahr) bzw. zur Kenntnis genommen (Planjahre zwei und drei).

Vorliegende Planungsrechnung

- ▶ Die Planungsrechnung im Bewertungsgutachten wurde parallel zum laufenden Planungsprozess erstellt, vom Vorstand der TUI AG verabschiedet und durch den Aufsichtsrat der TUI AG am 3./4. September und betreffend der Weiterentwicklung der Planung voraussichtlich am 11. September 2014 zur Kenntnis genommen. Für die verwendete und im Bewertungsgutachten analysierte Planungsrechnung hat das Management der TUI AG die bottom-up 3-Jahresplanung des Vorjahres um die Erkenntnisse und Ziele der aktuellen strategischen 5-Jahresplanung top-down fortgeschrieben und um zwei zusätzliche Jahre ergänzt. Eine aktuelle bottom-up Mittelfristplanung wird derzeit noch erstellt.

Dabei wurde zunächst ein „Base Case“ für die TUI AG vor Transaktion geplant. Dieser enthält bereits die ohne Berücksichtigung der Transaktion (stand-alone) realisierbaren Effekte aus der Wachstumsinitiative im Rahmen von oneTUI. Der Base Case umfasst auch die strategische 5-Jahresplanung der TTP.

Der Base Case wurde dann um Synergien auf einen Stand TUI AG nach Transaktion fortgeschrieben.

Planungstreue

Die folgende Tabelle zeigt jeweils Ist- sowie Planzahlen für den Umsatz und das bereinigte EBITA der TUI AG für die Geschäftsjahre 2012 und 2013:

TUI AG - Vergleich Plan-Ist Umsatzerlöse und EBITA (bereinigt)

Währung: MEUR	Abw.			Abw.		
	Plan GJ12A	Ist GJ12A	Ist / Plan	Plan GJ13A	Ist GJ13A	Ist / Plan
Umsatzerlöse						
TUI Travel	17.706	17.681	(25)	18.663	17.796	(867)
TUI Hotels & Resorts	407	385	(22)	448	403	(45)
Kreuzfahrten	242	231	(11)	316	261	(55)
Zentralbereich	55	33	(21)	17	17	1
Umsatzerlöse gesamt	18.410	18.330	(79)	19.443	18.477	(966)
EBITA (bereinigt)						
TUI Travel	571	637	67	638	641	3
TUI Hotels & Resorts	157	179	21	173	197	24
Kreuzfahrten	3	3	0	11	(14)	(25)
Zentralbereich	(66)	(73)	(7)	(67)	(62)	4
EBITA (bereinigt) gesamt	665	746	81	755	762	6

Quelle: TUI AG Informationen

- ▶ Im Geschäftsjahr 2012 lag der Außenumsatz der TUI AG um MEUR 79 leicht unter den geplanten Umsätzen. Die Ergebnisplanung (EBITA bereinigt) konnte um MEUR 81 übertroffen werden.

In der Sparte TUI Travel (TTP) war die Plan-Ist-Abweichung umsatzseitig getrieben durch eine schwächere Nachfrage und Kapazitätskürzungen. Aufgrund gegenläufiger Wechselkurseffekte blieben die Ist-Umsätze lediglich um MEUR 25 hinter den geplanten Umsätzen zurück. Das erzielte bereinigte EBITA lag um MEUR 67 über der Ergebnisplanung, im Wesentlichen getrieben durch Margensteigerungen aufgrund des vermehrten Absatzes differenzierter Produkte sowie Kosteneinsparungen vor allem im Airline-Bereich.

In der Sparte TUI Hotels & Resorts konnte das geplante EBITA trotz leicht hinter Plan liegender Außenumsätze auf bereinigter Basis um MEUR 21 übertroffen werden. Grund war eine gestiegene Auslastung sowie Betriebskostensparnisse. Der gestiegenen Auslastung stand ein Rückgang der Durchschnittsrate gegenüber.

Im Kreuzfahrtbereich wurden die geplanten Umsätze um MEUR 11 ebenfalls leicht verfehlt, das geplante Ergebnis konnte jedoch erreicht werden. Wesentlich für die Verfehlung der Planumsätze waren Auslastungs- und Ratenrückgänge bei HLKF. Da TUI Cruises at Equity bilanziert wird und somit nicht zu den Konzernumsätzen beiträgt, wirkten die kompensierenden Effekte aus einem ganzjährigen Betrieb der Mein Schiff 1 und Mein Schiff 2 mit über dem Plan liegenden Auslastungen und Raten lediglich auf Ebene des bereinigten EBITA.

Im Zentralbereich lagen die Umsätze aufgrund einer nicht geplanten unterjährigen Veräußerung eines Tochterunternehmens um MEUR 21 hinter den Planumsätzen. Auf Ebene des bereinigten EBITA führten im Wesentlichen Beratungsleistungen im Zusammenhang mit einer strategischen Neuausrichtung sowie konzerninterne Strukturierungen zur Verfehlung der Ergebnisplanung um MEUR 7.

- ▶ Im Geschäftsjahr 2013 wurden die Umsatzziele um MEUR 966 deutlich verfehlt. Trotzdem konnte die Ergebnisplanung auf bereinigter Basis um MEUR 6 übertroffen werden.

Aufgrund der weiter gesunkenen Nachfrage und in der Folge reduzierter Kapazitäten waren die Umsätze niedriger als geplant. Die Umrechnung auf der Grundlage eines im Gegensatz zum Vorjahr nachteiligen Wechselkurses GBP/EUR führte zu einer Erhöhung der Plan-Ist-Abweichung. Dem standen ergebnisseitig höhere

Margen aufgrund der Kapazitätsreduktion sowie durch Kosteneinsparungen gegenüber.

In der Sparte TUI Hotels & Resorts führten sinkende Übernachtungszahlen von Gästen anderer Reiseveranstalter und Individualreisende zu geringeren Außenumsätzen. Dies konnte jedoch durch steigende Übernachtungen von TTP-Gästen, die aufgrund der Vollkonsolidierung der TTP nicht im Außenumsatz gezeigt werden, trotz eines Rückgangs der realisierten Durchschnittsrate überkompensiert werden. Weiterhin trugen im Wesentlichen Einsparungen bei den Betriebskosten sowie Buchgewinne zum um MEUR 24 über Plan liegenden bereinigten EBITA bei.

Im Kreuzfahrtbereich gab es weitere Auslastungs- und Ratenrückgänge bei HLKF, so dass die Umsatzerlöse um MEUR 55 unter Plan lagen. Da TUI Cruises at Equity bilanziert wird und die realisierten Umsätze insofern auf Konzernebene der TUI AG nicht gezeigt werden, konnte die negative Entwicklung bei HLKF lediglich auf Ebene des bereinigten EBITA teilweise kompensiert werden. Hier wirkten sich zunächst Flottenerweiterungen bei HLKF negativ auf das Ergebnis aus. Auslastungs- und Ratensteigerungen bei TUI Cruises, unter anderem durch Themenkreuzfahrten, führten dazu, dass das Ergebnis lediglich um MEUR 25 unter Plan lag.

Im Zentralbereich lagen die Umsatzerlöse auf dem geplanten Niveau. Ergebnisseitig konnte die Planung durch die ersten Maßnahmen in Bezug auf das Strategieprogramm oneTUI, durch geringere Umsatzsteuerbelastungen und verbesserte Versicherungskonditionen sowie verschobene Instandhaltungen auf bereinigter Basis um MEUR 4 übertroffen werden.

Frage 19 – Auf welcher Zahlenbasis basiert die dem Bewertungsgutachten zugrundeliegende Planungsrechnung der TUI AG vor Transaktion?

Antwort

Die dem Bewertungsgutachten zugrunde liegenden Analysen basieren im Wesentlichen auf dem Planungsmodell der TUI AG (Stand 23. Juli 2014). Das Planungsmodell beinhaltet neben der aktuellen strategischen 5-Jahresplanung für den TUI Konzern und die jeweiligen Sparten, in der durch den Aufsichtsrat der TUI AG am 3./4. September und voraussichtlich am 11. September 2014 zur Kenntnis genommenen Form, auch historische Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Bilanzen.

- ▶ Die historische Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der TUI AG wurde auf Basis der Konzernjahresabschlüsse für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 sowie der aktuellen Zahlen des Forecast für das Geschäftsjahr 2014 (Stand: 23. Juli 2014) analysiert. Für die Vergangenheitsanalyse und -darstellung hat EY interne Daten des Controllings verwendet, die sich zu den Geschäftsberichten überleiten lassen. Abweichungen resultieren aus Umgliederungen.
- ▶ Die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2014 basiert auf den Ist-Zahlen für die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres bis März 2014 sowie Forecast-Zahlen für die verbleibenden sechs Monate. Die Planbilanz per 30. September 2014 wurde auf Grundlage der Ist-Bilanz per 30. September 2013 unter Berücksichtigung der geplanten Entwicklung über das Geschäftsjahr 2014 entwickelt.
- ▶ Für die Analyse der aktuellen Geschäftslage wurden auch die Ist-Zahlen per 30. Juni 2014 (3. Quartal des Geschäftsjahres 2014) sowie die aktuellen Forecast-Zahlen für das Geschäftsjahr 2014 (Stand 23. Juli 2014) berücksichtigt.
- ▶ Die vorliegende Unternehmensplanung berücksichtigt eine Wandlung der seitens der TUI AG und TTP ausstehenden Wandelanleihen zum Zeitpunkt der jeweiligen Fälligkeit; hinsichtlich der Abbildung der

unterjährigen Fälligkeit wurden in der Planungsrechnung vereinfachende Annahmen getroffen.

Die Analyse der operativen Geschäftsentwicklung basiert auf der Kennzahl „EBITA bereinigt“. Diese Kennzahl wird durch die TUI AG ermittelt, indem das berichtete EBITA um die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen sowie einzelne außerordentliche Sachverhalte (z.B. Restrukturierungsaufwendungen) bereinigt wird.

Die (anteiligen) Jahresergebnisse von at Equity bilanzierten Beteiligungen im touristischen Kerngeschäft sind im EBITA und nicht im Finanzergebnis ausgewiesen. Zwischenergebnisse zwischen diesen Einheiten und konsolidierten Einheiten werden nicht eliminiert.

Frage 20 – Wie wurden bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der TUI AG vor Transaktion die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse abgeleitet?

Antwort

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der TUI AG vor Transaktion wurden die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse gemäß dem Bewertungsgutachten im Wesentlichen wie folgt abgeleitet:

Die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ergeben sich aus den im Detailplanungszeitraum geplanten Ausschüttungen sowie dem nachhaltigen Ergebnis und der Ausschüttungsannahme in der ewigen Rente.

Da sich der Unternehmenswert im Wesentlichen aus der Kapitalisierung des nachhaltigen Ergebnisses, d.h. dem Ergebnis in der ferneren zweiten Planungsphase ergibt, die sich an die Detailplanung für die Jahre bis 2019 anschließt, bildet die Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses einen Schwerpunkt der Bewertungsarbeiten.

Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses für die Jahre ab 2020 (Phase II, ewige Rente) erfolgte auf Ebene der einzelnen Sparten TUI Travel, TUI Hotels & Resorts, Kreuzfahrten und dem Zentralbereich. Auf Basis des letzten Planjahres 2019 hat EY je Sparte Anpassungen vorgenommen und resultierende Effekte aus Steuern und Minderheitenanteilen innerhalb der Sparten berücksichtigt.

Im Rahmen der Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse der einzelnen Sparten wurden folgende Überlegungen angestellt:

- ▶ Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Sparte TUI Travel erfolgte auf Grundlage des mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% fortgeschriebenen Ergebnisses vor Abschreibungen und Zinsen (EBITDA) des Geschäftsjahres 2019. Anschließend wurde das EBITDA auf Basis der Analysen hinsichtlich des langfristigen Ertragsniveaus verringert und infolge geringerer Aufwendungen in Bezug auf bestehende Pensionszusagen erhöht. Die Anpassung des Ergebnisses in der ewigen Rente erfolgt auf ein als nachhaltig erachtetes Niveau. Gegenläufig wirken in der ewigen Rente erwartete Zinseffekte aufgrund der geplanten Entwicklung des Nettoumlaufvermögens. Diese Zinseffekte hat EY vereinfachend für Darstellungszwecke unmittelbar mit der Anpassung auf das langfristige Ergebnisniveau saldiert.
- ▶ Analog zum Vorgehen bei der Sparte TUI Travel, wurde das nachhaltige Ergebnis der Sparte TUI Hotels & Resorts auf Grundlage des mit dem Wachstumsabschlag fortgeschriebenen EBITDA des Geschäftsjahres 2019 abgeleitet. Da im Rahmen der oneTUI Wachstumsinitiative im Detailplanungszeitraum mit der Projektierung und Eröffnung neuer Hotels geplant wird, die sich in Abhängigkeit des Zeitpunktes der jeweiligen Inbetriebnahme im

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Geschäftsjahr 2019 ergebnisseitig noch nicht im eingeschwungenen Zustand befinden, wurde für diese Hotels eine Anpassung des EBITDA auf das nachhaltige Ergebnisniveau vorgenommen. Dabei wurde berücksichtigt, dass die geplanten Ergebnisbeiträge aus den neuen Hotels sich langsamer realisieren lassen als im Rahmen der Planung erwartet.

- ▶ Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Sparte Kreuzfahrten erfolgte ebenfalls auf Basis des mit dem Wachstumsabschlag fortgeschriebenen EBITDA. Zunächst wurde das Ergebnisniveau auf ein nachhaltig erzielbares Niveau abgesenkt, um dem erhöhten Preisdruck infolge der Kapazitätsausweitung und der Veränderung der Wettbewerbslage Rechnung zu tragen. Weiterhin wurde eine Absenkung der Abschreibungen auf das langfristig zur Substanzerhaltung erforderliche Investitionsniveau vorgenommen. Grundlage für die Ableitung dieses nachhaltigen Investitionsniveaus war eine Analyse preisindizierter Erhaltungs- und Ersatzinvestitionen. Die Anpassung der Abschreibungen ist vereinfachend im EBITDA gezeigt.
- ▶ Zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses für den Zentralbereich der TUI AG wurde analog dem Vorgehen in den vorgenannten Sparten das EBITDA des Geschäftsjahres 2019 mit dem Wachstumsabschlag fortgeschrieben. Zudem wurde das Ergebnis der ewigen Rente infolge zukünftig geringerer Aufwendungen in Bezug auf bestehende Pensionszusagen sowie einer bewertungssystematischen Anpassung des Anteils ausgewiesener Minderheiten angepasst.
- ▶ Die Ermittlung des nachhaltigen Steueraufwands erfolgte ebenfalls auf Spartenebene. Die resultierende nachhaltige Konzernsteuerquote beträgt rund 28,5%.

Die folgende Übersicht zeigt die von EY vorgenommene Ermittlung der ewigen Rente:

Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der TUI AG

Währung: MEUR	Ewige Rente
EBITDA TUI Travel	1.412
EBITDA TUI Hotels & Resorts	390
EBITDA Kreuzfahrten	75
EBITDA Konzernzentrale	(42)
EBITDA	1.836
Abschreibungen	(484)
EBITA	1.352
Zinsergebnis	(152)
EBT	1.199
Steuern	(342)
EAT vor Minderheiten	858
Minderheiten	(393)
EAT nach Minderheiten	465

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von -Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ist in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse

Währung: MEUR	GJ15P	GJ16P	GJ17P	GJ18P	GJ19P	Ewige Rente
TUI AG Dividende	44	48	48	54	121	232
Typisierte Ertragsteuer auf Ausschüttungen	(12)	(13)	(13)	(14)	(32)	(61)
Fiktiver Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	177
Typisierte Ertragsteuer auf Thesaurierung	-	-	-	-	-	(23)
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse	32	35	35	40	89	325

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von –Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Ausgangsbasis für die Ermittlung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ist die Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz der TUI AG für die Geschäftsjahre 2015 bis 2019 sowie die zuvor beschriebene Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse für die ewige Rente.

- ▶ Für den Detailplanungszeitraum bis 2019 wurden die von der TUI AG geplanten Dividenden zugrunde gelegt. Diese wurden auf Grundlage der Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung sowie des erwarteten Bestands an nicht operativ benötigten liquiden Mittel geplant. Hierbei wurde eine Ausschüttung der Dividende im jeweiligen Folgejahr berücksichtigt. Die verbleibenden thesaurierten Ergebnisse dienen der Innenfinanzierung des geplanten Wachstums.
- ▶ Das als nachhaltig unterstellte Wachstum des Konzerns bedingt auch eine Weiterentwicklung der Planbilanz. Für die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums hat EY in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das fortgeschriebene Eigenkapital zum 30. September 2019, berücksichtigt. Diese Mittel verbleiben dauerhaft im Konzern und dienen der Erwirtschaftung des Wachstums nach dem letzten Detailplanungsjahr. Entsprechend hat EY das nachhaltig abgeleitete, auf die Aktionäre der TUI AG entfallende Ergebnis um den entsprechenden Thesaurierungsbetrag zur Wachstumsfinanzierung von MEUR 55 gemindert.
- ▶ Des Weiteren ist für die ewige Rente ab dem Geschäftsjahr 2020 eine Annahme über die Verwendung der von der TUI AG erwirtschafteten Mittel erforderlich. Grundsätzlich ist dabei entsprechend IDW S 1 (2008) anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativenanlage ist. In der Fachliteratur wurden für die Vergangenheit wiederholt Dividendenausschüttungsquoten für DAX- und MDAX-Unternehmen von 40% bis 60% angegeben (vgl. Wagner et al.: „Weiterentwicklung der Grundsätze der Unternehmensbewertung“, WPg 2004, Nr. 17, S. 889 - 906; WP Handbuch 2014, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, S. 31; Teil A, Tz 103, Schultze/Fischer: „Ausschüttungsquoten, kapitalwertneutrale Wiederanlage und Vollausschüttungsannahme – Eine kritische Analyse der Wertrelevanz des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der objektivierte Unternehmensbewertung, WPg 2013, S. 421 - 435 m.w.N.).
- ▶ Wie bei der Beantwortung der Frage 13 beschrieben und auch im Zusammenhang mit der Wachstumsinitiative oneTUI erkennbar, gibt es in der Touristik Branche auch künftig Wachstumspotenziale. Somit erscheint eine kapitalwertneutrale Anlage in den Konzern plausibel. Daher wurde in der ewigen Rente von einer typisierenden Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 50% (MEUR 232m) des Konzernergebnisses (MEUR 465) ausgegangen.
- ▶ Für Bewertungszwecke wurden die Thesaurierungsbeträge in der ewigen Rente (MEUR 232), abzüglich der

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

dauerhaft im Konzern verbleibenden Wachstumsthesaurierung (MEUR 55), als Wertbeitrag aus Thesaurierung in die Ermittlung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse (MEUR 177) einbezogen und damit den Anteilseignern zugerechnet.

- ▶ Seit Einführung der Abgeltungsteuer zum 1. Januar 2009 unterliegen Kursgewinne unabhängig von der Haltedauer der Abgeltungsteuer i.H.v. 25,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Bewertungstechnisch wurden die thesaurierten Beträge im Detailplanungszeitraum und der ewigen Rente einer hälftigen effektiven Besteuerung in Höhe von rd. 13,2% (inkl. Solidaritätszuschlag) unterworfen. Diese fiktive, direkte Besteuerung der thesaurierten Beträge unterstellt, dass die Anteilseigner ihre Anteile grundsätzlich über einen längeren Zeitraum halten, sodass die Effektivbesteuerung des Wertbeitrags aus Thesaurierung deutlich unter den nominalen Steuersatz absinkt.

Frage 21 – Wie wurde der Kapitalisierungszinssatz, der bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der TUI AG vor Transaktion herangezogen wurde, ermittelt?

Antwort

Der Kapitalisierungszinssatz, der bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der TUI AG vor Transaktion herangezogen wurde, wurde gemäß dem Bewertungsgutachten wie folgt ermittelt:

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes:

Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes		
TUI AG	Phase I	Phase II
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,25%	2,25%
Basiszins nach persönlichen Steuern	1,66%	1,66%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,50%	5,50%
Beta unverschuldet	0,84	0,84
Beta verschuldet	0,91	0,79
Risikoprämie nach persönlichen Steuern	5,01%	4,36%
Eigenkapitalkosten Phase I	6,66%	6,01%
Wachstumsrate		1,00%
Eigenkapitalkosten Phase II		5,01%

Quelle: EY Analyse

Hinweis: In Phase I hat EY einen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz verwendet. Für die Darstellung wurde exemplarisch das GJ 2014/15 herangezogen.

Basiszinssatz

Auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich ein Basiszinssatz von 2,25% vor persönlicher Einkommensteuer. Dieser wurde auf Basis der Durchschnittszinssätze der Monate Juni bis August 2014 ermittelt. Unter Berücksichtigung der pauschalierten Abgeltungsteuer folgt daraus ein Basiszins von 1,66% nach Steuern.

Marktrisikoprämie

Als Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern wurden 5,5% berücksichtigt.

Unternehmensspezifisches Risiko (Beta-Faktor)

Die Ermittlung des Beta-Faktors erfolgte auf Grundlage von Vergleichsunternehmen (Peer Group), die sich aus den wesentlichen börsennotierten Wettbewerbern der TUI AG zusammensetzt und deren jeweiliges Produktportfolio mit

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

der jeweiligen Sparte des TUI Konzerns (TUI Travel, TUI Hotels & Resorts und Kreuzfahrten) vergleichbar ist. Für nähere Informationen zur Geschäftstätigkeit der Vergleichsunternehmen wird auf die Beantwortung der Frage 46 verwiesen.

Die Unternehmen sowie die jeweils um Kapitalstruktur-Effekte bereinigten Beta-Faktoren (sog. „unlevered“ Betas) der Vergleichsunternehmen sind auf der nächsten Seite tabellarisch dargestellt. Die Beta-Faktoren wurden auf wöchentlicher Basis unter Zugrundelegung eines 2-jährigen Referenzzeitraums auf Grundlage der jeweils breitesten nationalen Indizes ermittelt.

Für die Ableitung der spartenspezifischen unverschuldeten Beta-Faktoren wurde auf den jeweiligen Median des unverschuldeten Beta-Faktors der Vergleichsgruppe abgestellt. Um das unternehmensspezifische Risiko der TUI AG zu ermitteln, wurden diese spartenspezifischen Beta-Faktoren basierend auf den Anteilen der Nettoergebnisse der Sparten am Gesamt-Nettoergebnis der TUI AG im Geschäftsjahr 2014 gewichtet. Danach ergibt sich ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,84 für die TUI AG vor Transaktion.

Der so ermittelte Beta-Faktor ist noch an die in der Planung erwartete individuelle Finanzierungs- und Kapitalstruktur der TUI AG im Wege eines sogenannten „relevering“ anzupassen. Hieraus ergeben sich periodenspezifische bei der Wertermittlung anzusetzende Beta-Faktoren von 0,79 bis 0,91.

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht über die Peer Groups nach Sparten:

Übersicht Peer Groups nach Sparten

Sparte TUI Travel		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Kuoni Reisen Holding AG	Schweiz	0,87
Thomas Cook Group plc	UK	1,37
Expedia Inc.	USA	0,90
Median TUI Travel		0,90
Sparte TUI Hotels & Resorts		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Club Méditerranée	Frankreich	0,48
Accor S.A.	Frankreich	0,85
Meliá Hotels International SA	Spanien	0,45
Pierre & Vacances SA	Frankreich	0,35
NH Hoteles S.A.	Spanien	0,71
Millennium & Copthorne Hotels plc	UK	0,50
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	USA	1,38
Marriott International, Inc.	USA	1,12
Rezidor Hotel Group AB (publ)	Belgien	0,98
Median TUI Hotels & Resorts		0,71
Sparte Kreuzfahrten		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Carnival Corporation	USA	0,95
Royal Caribbean Cruises Ltd.	USA	1,07
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	USA	0,82
Median Kreuzfahrten		0,95

Quelle: EY Analyse

Wachstumsabschlag

Im Fall der TUI AG war für die Planjahre 2015 bis 2019 kein Wachstumsabschlag anzusetzen, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant worden sind.

Für die Geschäftsjahre ab 2020 wurde ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0% p.a. angesetzt und technisch vom Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht. Dieser leitet sich aus der unternehmensspezifischen Preissteigerungsrate ab, bei deren Ermittlung sowohl erwartete Kostensteigerungen als auch nachhaltig erwartete Effizienzsteigerungen berücksichtigt wurden. Über den Wachstumsabschlag wird damit unterstellt, dass die entziehbaren Überschüsse der TUI AG unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Kosten nachhaltig wachsen.

Frage 22 – Wie wurde der objektive Unternehmenswert der TUI AG vor Transaktion abgeleitet?

Antwort

Der objektive Unternehmenswert der TUI AG vor Transaktion wurde gemäß dem Bewertungsgutachten wie folgt abgeleitet:

Ableitung des Ertragswertes

Bei der Ableitung des Ertragswertes wurden die zukünftig erwarteten Erträge zunächst unter Verwendung periodenspezifisch bestimmter Kapitalisierungszinssätze auf den technischen Bewertungsstichtag 30. September 2014 abgezinst.

Der am Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 relevante Ertragswert der TUI AG ergibt sich anschließend aus der Aufzinsung des auf den technischen Bewertungsstichtag ermittelten Ertragswertes mit dem Kapitalisierungszinssatz.

Ableitung des Ertragswertes zum 28. Oktober 2014

Währung: MEUR	GJ15P	GJ16P	GJ17P	GJ18P	GJ19P	Ewige Rente
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse	32	35	35	40	89	325
Kapitalisierungszinssatz	6,7%	6,6%	6,4%	6,4%	6,3%	5,0%
Barwertfaktoren	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	14,56
Barwerte zum 30. September 2014	30	31	29	31	65	4.735
Ertragswert zum 30. September 2014	4.922					
Aufzinsung	25					
Ertragswert zum 28. Oktober 2014	4.947					

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von –Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Der Ertragswert zum 28. Oktober 2014 beträgt damit rund MEUR 4.947.

Gesondert zu bewertendes Vermögen

Als gesondert zu bewertendes Vermögen ist gemäß IDW S 1 (2008) Vermögen anzusetzen, das frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird.

Der Wert des gesondert zu bewertenden Vermögens ermittelt sich aus den erwarteten Markt- bzw. Verkaufspreisen der hierunter fallenden Vermögensgegenstände abzüglich etwaiger Ertragsteuern auf Unternehmensebene sowie der persönlichen Ertragsteuer der Anteilseigner. Das vorliegend berücksichtigte, gesondert zu bewertenden Vermögen betrifft die von der TUI AG gehaltenen Anteile an der HLAG.

Abbildung der HLAG in der Unternehmensplanung

Am Bilanzstichtag 30. September 2013 ist die TUI AG mit 22,04% an der HLAG beteiligt; diese Beteiligung besteht zum Zeitpunkt der Arbeiten in unveränderter Höhe fort.

- ▶ Die Beteiligung an der HLAG ist aus Sicht der TUI AG eine Finanzbeteiligung abseits der operativen touristischen Aktivitäten. Entsprechend ist in der Vergangenheit das Equity-Ergebnis der Containerschiffahrt und die im Geschäftsjahr 2011/12 entstandenen Erträge aus der Verminderung und Bewertung des Engagements in der Containerschiffahrt gesondert ausgewiesen worden.
- ▶ Der Vollzug eines von der HLAG gemeinsam mit der chilenischen CSAV vereinbarten Business Combination Agreements wird zu einer weiteren Reduzierung der Beteiligungsquote der TUI AG an der HLAG führen. Mit dem geplanten Vollzug der Transaktion im Kalenderjahr 2014 verliert die TUI AG den maßgeblichen Einfluss auf die HLAG, so dass die Beteiligung von da an mit dem beizulegenden Zeitwert als zur Veräußerung verfügbarer

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

finanzieller Vermögenswert zu bilanzieren sein wird. Aufgrund der bevorstehenden Änderung des Konsolidierungsstatus wurde die Equity-Bewertung im dritten Quartal des Geschäftsjahres 2013/14 ausgesetzt und die HLAG Beteiligung in die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte umgegliedert. Zukünftige Ergebniswirkungen ergeben sich daher insbesondere aus der bilanziellen Neubewertung der Beteiligung bei Vollzug der HLAG/CSAV-Transaktion sowie dem Abgang der Beteiligung. Laufende Ergebnisse von HLAG wurden in der der Bewertung zugrunde liegenden 5-Jahresplanung nicht berücksichtigt.

Ertragslage der HLAG

Wesentlichen Kennzahlen der HLAG entstammen den durch die HLAG veröffentlichten Finanzinformationen entsprechend des Geschäftsberichts 2013 und des Halbjahresberichts endend auf den 30. Juni 2014.

- ▶ Die Containerschifffahrt ist derzeit von einem anhaltend schwierigen Marktumfeld geprägt. Die hohe global angebotene Transportkapazität führt dazu, dass temporäre Ratenerhöhungen nicht nachhaltig durchsetzbar sind. Der Preis für Schiffstreibstoff ist aktuell geringfügig rückläufig, aber unverändert auf einem hohen Niveau.
- ▶ Infolge dieses schwierigen Marktumfeldes und der damit verbundenen Verminderung der Durchschnittsfrachtrate (in USD) um 6,3% verminderte sich der Umsatz der HLAG im Geschäftsjahr 2013 um 4,0% bei einem gleichzeitig um 4,6% gestiegenem Transportvolumen. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch einen im Vergleich zum Euro relativ schwächeren US-Dollar. Dieser Gesamttrend setzte sich im ersten Halbjahr 2014 fort. Infolge dieser Umsatzentwicklung ergibt sich für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 sowie das erste Halbjahr 2014 jeweils ein Konzernverlust.

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht über die Finanzdaten und Kennzahlen der HLAG:

HLAG – Finanzdaten und Kennzahlen

Währung: € m	GJ12A	GJ13A	H1/13A	H1/14A
Umsatzerlöse	6.844	6.567	3.358	3.214
EBIT bereinigt	26	67	14	(74)
Konzernergebnis	(128)	(97)	(73)	(173)
EBIT-Marge (bereinigt)	0,4	1,0	0,4	(2,3)
Kapazität der Schiffe insgesamt (TTEU)	670	729	733	777
Containerkapazität insgesamt (TTEU)	1.047	1.072	1.077	1.140
Bunkerpreis (USD/t)	660	613	624	594
Frachtrate (USD/TEU)	1.581	1.482	1.522	1.424
Transportmenge (TTEU)	5.255	5.496	2.715	2.873

Quelle: Geschäftsbericht HLAG

Zusammenschluss der HLAG mit der CSAV

Die HLAG und die CSAV haben am 16. April 2014 ein Business Combination Agreement unterzeichnet. Vorbehaltlich der Zustimmung der Wettbewerbsbehörden wird demnach die CSAV im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung ihre Linienschifffahrtsaktivitäten gegen Gewährung eines 30%-Anteils in die HLAG einbringen. Im Rahmen der Transaktion wird sich der Anteil der TUI AG an der HLAG auf rd. 15,4% vermindern. Nach dem Vollzug der Transaktion ist für das Ende des Kalenderjahres 2014 eine Barkapitalerhöhung geplant, durch die der Anteil der CSAV an der HLAG auf 34% steigen und der Anteil der TUI AG sich weiter auf rd. 13,9% reduzieren wird.

Bewertung der Beteiligung an der HLAG

Im Rahmen der Unternehmensbewertung der TUI AG hat EY einerseits der TUI AG vorliegende Planungsunterlagen und andererseits die mit der CSAV angestrebte Transaktion analysiert.

- ▶ Aufgrund der weiter zunehmenden Nachfrage nach Containertransportleistungen ist die Containerschifffahrt auch langfristig eine Wachstumsbranche. Aktuell wirken sich die deutlich hinter den Erwartungen

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

zurückliegende Entwicklung der Frachtraten und der im Vergleich zum Euro schwache USD belastend auf die Ergebnislage aus.

- ▶ Im Rahmen der oben beschriebenen Transaktion mit der CSAV wurde für das Ende des Kalenderjahres 2014 eine Barkapitalerhöhung vereinbart und die entsprechenden Konditionen „unter fremden Dritten“ verhandelt. Auf der Grundlage des Ausgabekurses der neuer Aktien und der Anzahl der durch die TUI AG gehaltenen Aktien ergibt sich ein Wert des Anteils der TUI AG von MEUR 513. Dieser im Rahmen der Verhandlung und Einigung zwischen unabhängigen Dritten vereinbarte Anteilswert erscheint grundsätzlich als ein geeigneter Maßstab für den Wert des Anteils der TUI AG an der HLAG.
- ▶ Die TUI AG erwartet, den nach der Transaktion mit der CSAV gehaltenen Anteil an der HLAG im Rahmen eines Börsenganges der HLAG oder einer alternativen Transaktion verwerten zu können. Angesichts des aktuellen Börsenumfeldes und der schwierigen Situation im relevanten Markt erscheint derzeit eine entsprechende Transaktion innerhalb der kommenden zwei Jahre als möglich.

Angesichts einer derzeit bestehenden Unsicherheit hinsichtlich des genauen Zeitpunkts der Transaktion und der Höhe der in diesem Zusammenhang anfallenden Transaktionskosten hat EY den Netto-Veräußerungserlös der Anteile an der HLAG zum Bewertungsstichtag vereinfachend in Höhe des aktuellen Buchwertes (rd. MEUR 470) angesetzt.

Die TUI AG hat hinsichtlich der Verwendung der aus der Verwertung der HLAG-Beteiligung zufließenden finanziellen Mittel gegenwärtig keine Entscheidung getroffen. Für Zwecke der Unternehmensbewertung der TUI AG hat EY methodisch in Abstimmung mit dem Management vereinfachend eine Auskehrung an die Aktionäre der TUI AG unterstellt. Der so ermittelte Sonderwert fließt annahmegemäß den Anteilseignern zum Bewertungszeitpunkt 28. Oktober 2014 unter Abzug der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag zu. Der so ermittelte Wert des gesondert zu bewertenden Vermögens beträgt MEUR 346.

Unternehmenswert der TUI AG

Der Unternehmenswert der TUI AG beläuft sich nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung des gesondert zu bewertenden Vermögens gemäß nachfolgender Darstellung zum Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 auf rd. MEUR 5.293.

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht über die Zusammensetzung des Unternehmenswertes der TUI AG:

TUI AG Unternehmenswert zum 28. Oktober 2014

<i>Währung: MEUR</i>	
Ertragswert zum 28. Oktober 2014	4.947
Gesondert zu bewertendes Vermögen zum 28. Oktober 2014	346
Unternehmenswert zum 28. Oktober 2014	5.293

Quelle: EY Analyse

Frage 23 – Wie wurde bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes der TUI AG vor Transaktion der entsprechende Liquidationswert ermittelt?

Antwort

Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes der TUI AG vor Transaktion wurde der Liquidationswert gemäß dem Bewertungsgutachten wie folgt ermittelt:

- ▶ Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

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.

- ▶ Der Liquidationswert der TUI AG wurde überschlägig auf Basis der letzten verfügbaren Informationen zur Vermögenslage der Gesellschaft aus dem Konzernquartalsabschluss zum 30. Juni 2014 ermittelt und dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert des betriebsnotwendigen Vermögens und dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens gegenübergestellt.
- ▶ Der Liquidationswert des Vermögens wird durch den Absatzmarkt für die zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. EY hat bei der Ermittlung des überschlägigen Liquidationswertes unterstellt, dass die Anteile an den Gesellschaften der Sparten TUI Travel, TUI Hotels & Resorts und Kreuzfahrten zum jeweils überschlägig abgeleiteten Transaktionswert abzüglich Veräußerungskosten an andere Anbieter touristischer Leistungen veräußert werden können. Die Beteiligung an der HLAG, sonstige Beteiligungen, Finanzmittel, Wertpapiere und Ausleihungen sowie Forderungen wurden mit dem jeweiligen Buchwert berücksichtigt. Diese Vorgehensweise führt zu einem Liquidationswert, der unterhalb des ermittelten Ertragswertes der TUI AG liegt. Ferner reduziert die Berücksichtigung zusätzlicher Anpassungen im Liquidationsfall hinsichtlich bestehender Verpflichtungen gegenüber Dritten den Liquidationswert noch weiter.

Frage 24 – Wie wurde der ermittelte Unternehmenswert der TUI AG auf Basis von Trading Multiplikatoren und Transaktionsmultiplikatoren plausibilisiert?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten wurde der ermittelte Unternehmenswert der TUI AG auf Basis von Trading Multiplikatoren und Transaktionsmultiplikatoren im Wesentlichen wie folgt plausibilisiert:

Ableitung der Multiplikatoren

Multiplikatorverfahren basieren auf dem Vergleich von Erfolgsgrößen einer Gruppe von Unternehmen (Peer Group), die mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind. Dabei werden die Multiplikatoren aus dem Verhältnis der Marktwerte der Vergleichsunternehmen zu ihren jeweiligen Erfolgsgrößen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen.

Im Multiplikator spiegelt sich durch die Heranziehung von Kapitalmarktdaten die aggregierte Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der längerfristigen Ertragsersparungen und des unternehmerischen Risikos wider.

Als kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung gelten die Auswahl der Erfolgsgrößen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT oder Jahresergebnis) und die Auswahl der Vergleichsunternehmen.

Grundsätzlich sind im vorliegenden Bewertungskontext folgende Multiplikatoren anwendbar:

- ▶ Unternehmensgesamtwert/EBITDA,
- ▶ Unternehmensgesamtwert/EBIT.

Die multiplikatorbasierten Vergleichsrechnungen setzen die Existenz von Unternehmen voraus, die bezüglich der

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

grundlegenden rechtlichen, wirtschaftlichen und finanziellen Faktoren mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind. Dabei sind operative Kriterien wie z.B. Branche, Absatz (Kunden, geografische Regionen), Wettbewerbssituation und Wachstumsaussichten bei der Vergleichbarkeit zu berücksichtigen. Bei der nachfolgenden multiplikatorbasierten Vergleichsrechnung wurden die bei der Peer Group Analyse verwendeten Unternehmen herangezogen (siehe die Beantwortung der Frage 46).

Die für die multiplikatorbasierte Bewertung relevanten Daten der Vergleichsunternehmen wurden aus stichtagsnahen Jahresabschlüssen, Ergebnisschätzungen und Marktkapitalisierungen abgeleitet. Insbesondere hat EY aktuelle Konsensus-Schätzungen von Finanzmarktanalysten für die Jahre 2014 und 2015 verwendet.

Die Bandbreite sowie die Mittelwerte (Median und arithmetisches Mittel) der Unternehmenswerte für die TUI AG ergibt sich als Summe der aus den jeweils der TUI AG auf Basis der Anteilsbesitzverhältnisse zurechenbaren Ergebnisbeiträge (EBITDA und EBIT) der Sparten TUI Travel, TUI Hotels & Resorts und Kreuzfahrten multipliziert mit den jeweiligen Multiplikatoren. Davon werden der negative Wertbeitrag des Zentralbereiches der TUI AG sowie die der TUI AG zurechenbaren Nettofinanzverbindlichkeiten abgezogen und der Sonderwert des getrennt zu bewertenden Vermögens (22,04%-Anteil an der HLAG) addiert.

Multiplikatorbewertung der TUI AG

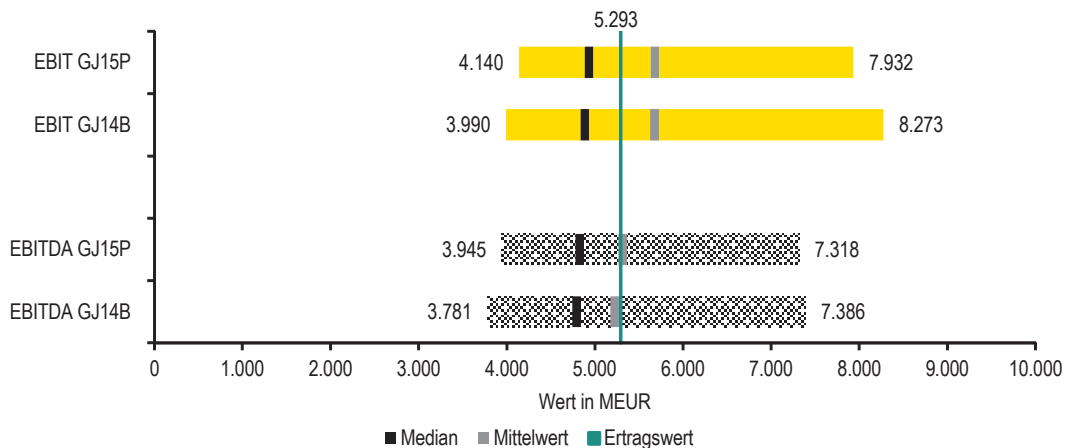
Währung: MEUR	EBITDA GJ14B	EBITDA GJ15P	EBIT GJ14B	EBIT GJ15P
Minimaler Unternehmensgesamtwert	4.007	4.171	4.216	4.366
Maximaler Unternehmensgesamtwert	7.612	7.544	8.498	8.158
Unternehmensgesamtwert nach Median	5.021	5.055	5.112	5.159
Unternehmensgesamtwert nach Mittelwert	5.453	5.543	5.904	5.909
- Zurechenbare Nettofinanzverbindlichkeiten	572	572	572	572
+ Gesondert zu bewertendes Vermögen	346	346	346	346
Wert Eigenkapital der TUI AG (Minimum)	3.781	3.945	3.990	4.140
Wert Eigenkapital der TUI AG (Maximum)	7.386	7.318	8.273	7.932
Wert Eigenkapital der TUI AG (Median)	4.795	4.829	4.886	4.934
Wert Eigenkapital der TUI AG (Mittelwert)	5.227	5.317	5.678	5.684

Quelle: EY Analyse

Die folgende Grafik zeigt die Ergebnisse und Bandbreiten. Daraus kann entnommen werden, dass der mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert für die TUI AG innerhalb der durch das Multiplikatorenverfahren ermittelten Bandbreite liegt.

Bandbreiten Unternehmenswerte TUI AG (Trading Multiplikatoren)

Quelle: EY Analyse



In einer Abwägung der Relevanz der Unternehmenswerte auf der Grundlage von EBIT- bzw. EBITDA-Multiplikatoren erscheinen die EBIT-Multiplikatoren aussagefähiger.

- ▶ Im Zusammenhang mit der Finanzierung einer Investition besteht grundsätzlich die Möglichkeit des operativen Leasings bzw. des Erwerbs des wirtschaftlichen und ggf. rechtlichen Eigentums. Im Nachgang der Entscheidung sind jeweils entsprechende Aufwendungen (Leasingaufwendungen, Abschreibungen und Zinsaufwendungen) zu berücksichtigen. Während im EBIT die Abschreibungen und alternativ die operativen Leasingaufwendungen ergebnismindernd berücksichtigt sind, sind im EBITDA die operative Leasingaufwendungen bereits abgezogen, alternativ anfallende Abschreibungen jedoch nicht.
- ▶ Da die Finanzierungsentscheidungen hinsichtlich des relevanten Sachanlagevermögens (Flugzeuge, Schiffe sowie Hotelanlagen) ganz unterschiedlich durch die Unternehmen getroffen werden, ist eine relative Vergleichbarkeit am ehesten auf der Grundlage des EBIT gegeben.

Eine alternative und belastbare Betrachtung auf der Ebene von EBITDAR- Multiplikatoren (Ergebnis vor Leasing- und Mietaufwendungen, Abschreibungen, Zinsen und Steuern) ist angesichts der eingeschränkten Informationslage nicht möglich.

Plausibilisierung des Unternehmenswertes auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren

Neben den Trading-Multiplikatoren hat EY auch Transaktionsmultiplikatoren für die Plausibilisierung des Unternehmenswertes analysiert. EY hat Transaktionen in der Tourismusbranche betrachtet, die seit dem Jahr 2011 in Europa und Nordamerika durchgeführt worden sind. Bei dieser Analyse wurden Transaktionen mit einem geringeren Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) als MEUR 100 sowie Transaktionen, bei denen weniger als 50% der Anteile veräußert bzw. erworben wurden, aufgrund geringer Relevanz eliminiert.

Die Vorgehensweise der Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren entspricht derjenigen auf Basis von Trading-Multiplikatoren mit dem Unterschied, dass die Transaktionsmultiplikatoren nicht auf der Grundlage von Börsenkursen, sondern von tatsächlichen (Ver-)Kaufpreisen abgeleitet werden.

Bei der Analyse zeigte sich, dass die für eine Plausibilisierung benötigten Informationen nicht oder nicht ausreichend vorliegen.

- ▶ Für die Sparte Kreuzfahrten waren keine Transaktionen zu beobachten, die die oben genannten quantitativen

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Kriterien erfüllen.

- ▶ In Bezug auf die Sparte TUI Travel sind die Geschäftsmodelle der TUI Travel und der Zielunternehmen der jeweiligen Transaktion nur sehr eingeschränkt vergleichbar. So bieten die betrachteten Unternehmen beispielsweise Reisedienstleistungen ausschließlich für Geschäftskunden an oder sind auf internetbasierte Dienstleistungen spezialisiert.
- ▶ Auf Ebene der Sparte TUI Hotels & Resorts bestätigen die betrachteten Transaktionen grundsätzlich die beobachteten und zuvor dargestellten Trading-Multiplikatoren. Tendenziell sind vergleichsweise höhere Multiplikatoren zu beobachten, die sich zum Beispiel aus der Zahlung einer strategischen Prämie erklären lassen könnten. Die jeweiligen Zuschläge hat EY nicht weiter untersucht.

Aus den vorstehend genannten Gründen hat EY einen Unternehmenswert für die TUI AG vor Transaktion auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren nicht abgeleitet.

Frage 25 – In welchem Verhältnis stehen der Ertragswert der TUI AG und der Börsenkurs?

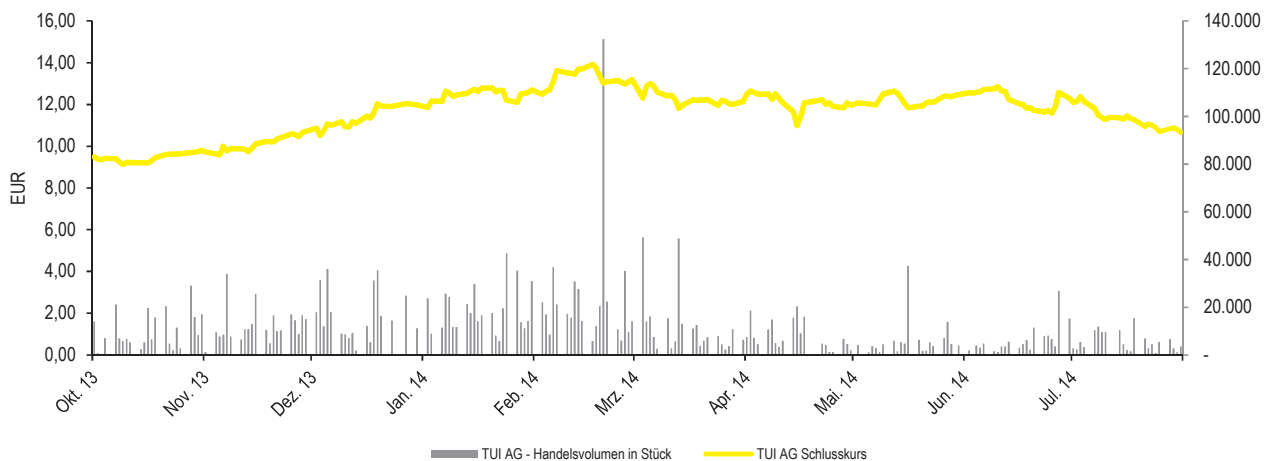
Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten stehen der Ertragswert der TUI AG und der Börsenkurs in folgendem Verhältnis:

Für den Zeitraum vom 1. Oktober 2013 bis einschließlich 31. Juli 2014 ergeben sich folgende Aktienkurse und Handelsvolumina für die TUI AG.

Aktienkursentwicklung der TUI AG vom 01. Oktober 2013 bis zum 31. Juli 2014

Quelle: EY Analyse, S&P Capital IQ



- ▶ Im betrachteten Zeitraum schwankte der Aktienkurs zwischen EUR 9,13 und EUR 13,92, was einer Börsenkapitalisierung zwischen MEUR 2.305 (am 9. Oktober 2013) und MEUR 3.514 (am 17. Februar 2014) entspricht.
- ▶ Am 27. Juni 2014 veröffentlichte die TUI AG eine Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG über den geplanten Zusammenschluss von TUI AG und TUI Travel. Der gewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs nach § 5 WpÜG-Angebotsverordnung vor dieser Ankündigung lag gemäß Auskunft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 20. August 2014 zum Stichtag 26. Juni 2014 (Tag vor Ankündigung der geplanten Maßnahme) bei EUR 12,09.

- ▶ Bezogen auf die ausstehenden Aktien der TUI AG zum 27. Juni 2014 (rd. 279 Mio. Stück) resultiert daraus eine Börsenkapitalisierung von MEUR 3.374. Bei Berücksichtigung der vollständigen Wandlung der von der TUI AG begebenen Wandelschuldverschreibungen ergibt sich eine Anzahl der Aktien der TUI AG von rd. 320 Mio. Stück und eine Marktkapitalisierung von MEUR 3.870. Die Marktkapitalisierung als Wertuntergrenze liegt jeweils unter dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert.

Frage 26 – Welche rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse der TUI Travel plc vor Transaktion liegen dem Bewertungsgutachten zugrunde?

Antwort

Die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse der TUI Travel plc vor Transaktion sind im Bewertungsgutachten wie folgt zusammengefasst:

Rechtliche Verhältnisse

Die TUI Travel plc mit Sitz in Crawley (Vereinigtes Königreich) wurde 2007 infolge des Zusammenschlusses der Tourismussparte der TUI AG und der First Choice Holidays plc gegründet und ist im Companies House, dem britischen Äquivalent zum deutschen Handelsregister, unter der Nummer 6072876 registriert. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft endet jeweils am 30. September.

Das Board of Directors der TTP setzt sich neben dem CEO Peter Long, dem Deputy Chief Executive Johan Lundgren und dem CFO William Waggott aus elf weiteren Mitgliedern zusammen, die nicht operativ (non-executive) für die TTP tätig sind. Zu den Hauptaufgaben des Board of Directors gehören unter anderem die Bestimmung der strategischen Ausrichtung, Anpassungen der Konzernstruktur und der Finanzierung sowie die Zustimmung zu Anteilskäufen, -verkäufen und sonstigen Anteilsgeschäften.

Das tägliche operative Geschäft wird vom Group Management Board geleitet. Diesem Gremium gehören neben dem CEO, seinem Stellvertreter und dem CFO, welche ebenfalls Teil des Board of Directors sind, auch der CIO Mittu Sridhara sowie die Leiter der Bereiche TUI Deutschland, TUI Großbritannien & Irland, Personal, A&D sowie Risiko, Gesundheit und Sicherheit an.

Die TTP ist an der London Stock Exchange notiert und in den Indices FTSE100 und FTSE4Good gelistet.

Das Grundkapital der TTP beträgt GBP 111.801.067 und ist in 1.118.010.670 Aktien („ordinary shares“) mit einem Nennwert von 10 Pence eingeteilt. Die TTP hält keine eigenen Aktien im Bestand.

Darüber hinaus hat die TTP nachfolgende Wandelschuldverschreibungen begeben; die Wandelanleihen können bis zur jeweiligen Fälligkeit in „ordinary shares“ der TTP gewandelt werden. Die Anzahl der „ordinary shares“ der TTP nach angenommener vollständiger Wandlung der Wandelschuldverschreibungen beträgt 1.334.698.127 Aktien.

- ▶ "TUI Travel 2014 Convertible Bonds" – Wandelschuldverschreibungen mit einem Kupon von 6,0% (fällig im Oktober 2014) mit einem ausstehendem Volumen per 31. Juli 2014 von MGBP 350 (entspricht dem ursprünglichem Gesamtvolumen); entsprechend der Wandelbedingungen können noch maximal 100.200.400 Aktien bei einem Wandlungspreis von GBP 3,4930 („face value“) gewandelt werden.
- ▶ "TUI Travel 2017 Convertible Bonds" – Wandelschuldverschreibungen mit einem Kupon von 4,9% (fällig im April 2017) mit einem ausstehendem Volumen per 31. Juli 2014 von MGBP 400 (entspricht dem ursprünglichem Gesamtvolumen); es können noch maximal 116.487.057 Aktien bei unterstellter frühestmöglicher Wandlung

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

zum 30. November 2014 basierend auf der Change-of-Control-Regelung in den Anlagebedingungen zu einem Wandlungspreis („CoC conversion price“) von GBP 3,4339 gewandelt werden.

- ▶ Die TTP hat im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen eigene Aktien an Mitarbeiter ausgegeben. Obwohl die rechtlichen Bedingungen vorsehen, die Vergütung auch durch junge Aktien zu bedienen, sind bislang alle aktienbasierten Vergütungen durch Aktien bedient worden, die zuvor am Markt erworben worden sind. Die Anzahl der Aktien in den einzelnen Programmen beträgt zum 10. Juni 2014:

TTP Performance Share Plan (PSP): 6,4 Mio.

Deferred Annual Bonus Scheme (DABS): 14,1 Mio.

Deferred Annual Bonus Long-Term (DABLIS): 12,3 Mio.

Die TTP hält Anteile an einer Vielzahl von Tochterunternehmen in unterschiedlichen Ländern weltweit. Die wesentlichen Tochterunternehmen werden in den Konsolidierungskreis der TTP einbezogen. Die TUI AG ist seit Gründung der TTP in 2007 Mutterunternehmen der TTP; entsprechend wird die TTP in den Konzernabschluss der TUI AG einbezogen.

Steuerliche Verhältnisse

Die Veranlagungszeiträume bis einschließlich 2010 sind auf Ebene der TTP und ihren UK-Tochtergesellschaften weitestgehend abschließend geprüft und veranlagt. Momentan läuft die Betriebsprüfung für den Veranlagungszeitraum 2011.

In Deutschland existiert eine ertragsteuerliche Organschaft (Körperschaft- und Gewerbesteuer) mit der Leibniz-Service GmbH („LSG“) als Organträgerin und folgenden direkten Tochtergesellschaften als Organgesellschaften:

- ▶ TUI Aviation GmbH
- ▶ TUI Deutschland GmbH
- ▶ TUIfly GmbH
- ▶ TUI.com GmbH
- ▶ Hapag-Lloyd Executive GmbH
- ▶ L'tur Tourismus AG
- ▶ Micron Nexus GmbH
- ▶ Wolters Reisen GmbH
- ▶ Master Yachting GmbH

Die Veranlagungszeiträume bis einschließlich 2005 sind für die Gesellschaften des LSG-Organkreis abschließend geprüft und veranlagt. Momentan läuft die Betriebsprüfung für die Veranlagungszeiträume 2006 bis 2010.

Frage 27 – Von welcher wirtschaftlichen Grundlage der TUI Travel plc vor Transaktion geht das Bewertungsgutachten aus?

Antwort

Die wirtschaftlichen Grundlagen der TUI Travel plc vor Transaktion sind im Bewertungsgutachten wie folgt zusammengefasst:

Die TTP ist ein weltweit agierender Anbieter von Dienstleistungen, die von Pauschalreisen bis hin zu Spezialreiseangeboten reichen. Der Konzern gliedert sich in die drei Bereiche Mainstream, Specialist & Activity und Accommodation & Destinations. Die TTP ist der größte Reiseveranstalter Europas und in mehr als 130 Ländern tätig. In vielen Märkten nimmt die TTP eine marktführende Stellung ein. Die TTP beschäftigt rd. 55.000 Mitarbeiter.

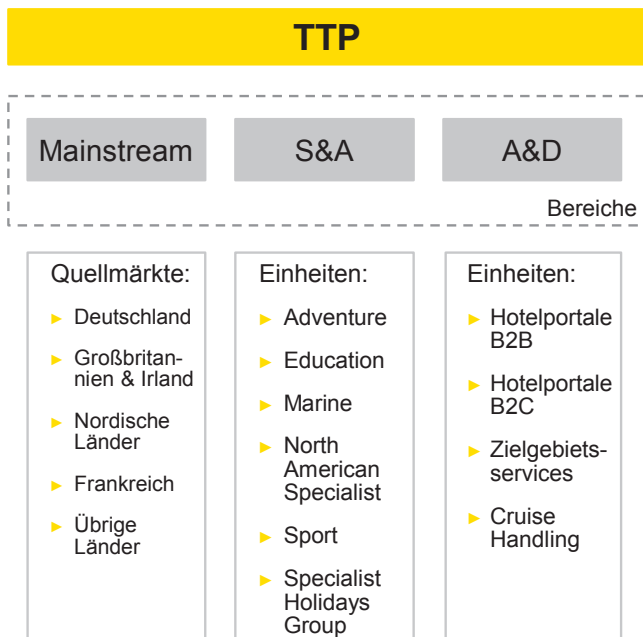
- ▶ Der Bereich Mainstream umfasst die Aktivitäten im Pauschalreisesegment vom Vertrieb über das Veranstaltergeschäft bis zum Flugbereich. Die Dienstleistungen werden über eigene und fremde Reisebüros und Online-Portale vertrieben. Der Bereich Mainstream betreibt sechs eigene Fluggesellschaften mit rund 150 Flugzeugen sowie fünf Kreuzfahrtschiffe. Als Marken innerhalb dieses Bereiches werden neben TUI unter anderem Thomson, JetAir oder Sensatori genutzt.
- ▶ Der Bereich Specialist & Activity (S&A) bündelt Spezial- und Erlebnisreiseveranstalter in Europa, Nordamerika und Australien. Die Produkte werden unter anderem über die Marken Crystal Ski Holidays, Hayes & Jarvis oder The Moorings vertrieben.
- ▶ Der Bereich Accommodation & Destinations (A&D) umfasst zielgebietsbezogene Aktivitäten in Europa, Nordamerika sowie Asien. Die Aktivitäten umfassen den Online-Vertrieb von Unterkunftsleistungen an Groß- und Einzelkunden, Dienstleistungen für die Kreuzfahrtindustrie sowie Zielgebietsleistungen für Reiseveranstalter. Marken des A&D-Bereichs sind u.a. bedsonline, LateRooms.com, AsiaRooms.com und Intercruises.

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Im Folgenden eine grafische Darstellung der Struktur der TUI Travel plc:

Struktur der TUI Travel plc

Quelle: TUI AG Informationen



Frage 28 – Welche Planungsrechnung und entsprechender Planungsprozesse der TUI Travel plc vor Transaktion liegen dem Bewertungsgutachten zugrunde?

Antwort

Das Bewertungsgutachten legt die folgende Planungsrechnung und die entsprechenden Planungsprozesse der TUI Travel plc vor Transaktion zugrunde:

Regulärer Planungsprozess

Der Planungsprozess der TTP ist grundsätzlich in den Planungsprozess der TUI AG integriert, mit dem Ziel einer letztendlichen Zusammenführung der Unternehmensplanungen auf einer Gesamtkonzernebene der TUI AG; diesbezüglich wird auf die Beantwortung der Frage 18 verwiesen. Im Verlauf der dezentralen Planung wird dabei jedoch der Breite der geschäftlichen Aktivitäten einerseits und den jeweiligen Besonderheiten der Einheiten und Bereiche der TTP andererseits Rechnung getragen.

Vorliegende Planungsrechnung

Die vorliegende Planungsrechnung der TTP wurde parallel zum regulären laufenden Planungsprozess erstellt. Für die verwendete und im Bewertungsgutachten analysierte Planungsrechnung der TTP hat das Management der TTP die Bottom-up Planung des Vorjahres um die Erkenntnisse und Ziele der strategischen 5-Jahresplanung aus der aktuellen Top-down-Sicht erweitert und um zwei zusätzliche Jahre ergänzt. Der über den gesamten Planungszeitraum angesetzte Wechselkurs GBP zu EUR ist konstant und beträgt 1 EUR = GBP 0,833. Die aktuelle bottom-up Mittelfristplanung wird derzeit noch erstellt.

Planungstreue

Die Analyse der Planungstreue wurde auf Ebene der TUI AG durchgeführt; diesbezüglich wird auf die Beantwortung der Frage 18 verwiesen.

Zahlenbasis

Die dem Bewertungsgutachten zugrunde liegenden Analysen basieren im Wesentlichen auf dem von der TUI AG bereitgestellten Planungsmodell (Stand 23. Juli 2014). Das Planungsmodell beinhaltet neben der aktuellen strategischen 5-Jahresplanung für die TTP und die jeweiligen Bereiche auch historische Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Bilanzen.

- ▶ Die historische Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage der TTP wurde auf Basis der Konzernjahresabschlüsse für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 der TUI AG und der TTP analysiert. Für die Vergangenheitsanalyse und -darstellung hat EY interne Daten des Controllings der TUI AG verwendet, die sich zu den Geschäftsberichten der TUI AG (Segmentberichterstattung) überleiten lassen; Differenzen ergeben sich aus Umgliederungen. Abweichungen zum Geschäftsbericht der TTP resultieren aus Bewertungs- und Konsolidierungseffekten. Die Überführung der ursprünglich in der Berichtswährung GBP ausgewiesenen Finanzaufstellungen der TTP in die Spartendarstellung der TUI AG in Euro wird auf Seiten der TUI AG systemseitig unterstützt.
- ▶ Die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2014 basiert auf den Ist-Zahlen für die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres bis März 2014 sowie Forecast-Zahlen für die verbleibenden sechs Monate. Die Planbilanz per 30. September 2014 wurde auf Grundlage der Ist-Bilanz per 30. September 2013 unter Berücksichtigung der geplanten Entwicklung über das Geschäftsjahr 2014 entwickelt.
- ▶ Für die Analyse der aktuellen Geschäftslage wurden die Ist-Zahlen per 30. Juni 2014 sowie die aktuellen Zahlen des Forecast für das Geschäftsjahr 2014 (Stand 23. Juli 2014) berücksichtigt.
- ▶ Die vorliegende Unternehmensplanung berücksichtigt eine Wandlung der seitens der TTP ausstehenden Wandelanleihen zum Zeitpunkt der jeweiligen Fälligkeit; hinsichtlich der Abbildung der unterjährigen Fälligkeit wurden in der Planungsrechnung vereinfachte Annahmen getroffen.

Frage 29 – Wie wurden bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der TUI Travel plc die zu kapitalisierenden finanziellen Überschuss abgeleitet?

Antwort

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes der TUI Travel plc wurden die zu kapitalisierenden finanziellen Überschuss gemäß dem Bewertungsgutachten wie folgt abgeleitet:

Die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ergeben sich aus den im Detailplanungszeitraum geplanten Ausschüttungen sowie dem nachhaltigen Ergebnis und der Ausschüttungsannahme in der ewigen Rente.

Da sich der Unternehmenswert im Wesentlichen aus der Kapitalisierung des nachhaltigen Ergebnisses, d.h. dem Ergebnis in der ferneren zweiten Planungsphase ergibt, die sich an die Detailplanung für die Jahre bis 2019 anschließt, bildete die Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses einen Schwerpunkt der Bewertungsarbeiten.

Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse

Im Rahmen der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses für die Jahre ab 2020 (Phase II, ewige Rente) der TTP wurden folgende Überlegungen angestellt:

- ▶ Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgte auf Grundlage des mit dem Wachstumsabschlag von 1,0% fortgeschriebenen EBITDA des Geschäftsjahres 2019. Anschließend wurde das EBITDA auf Basis der Analysen hinsichtlich des langfristigen Ertragsniveaus verringert und infolge geringerer Aufwendungen in Bezug auf bestehende Pensionszusagen erhöht. Die Anpassung des langfristigen Ertragsniveaus in der ewigen Rente erfolgt auf ein als nachhaltig erachtetes Niveau. Gegenläufig wirken in der Ewigen Rente erwartete Zinseffekte aufgrund der geplanten Entwicklung des Nettoumlaufvermögens; diese Zinseffekte hat EY vereinfachend unmittelbar mit der Anpassung auf das langfristige Ergebnisniveau saldiert.
- ▶ Die nachhaltige Steueraufwandsquote beträgt rund 31,6%.

Die folgende Übersicht zeigt die von EY vorgenommene Ermittlung der ewigen Rente:

Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der TTP

Währung: MEUR	Ewige Rente
EBITDA	1.412
Abschreibungen	(381)
EBIT	1.032
Zinsergebnis	(90)
EBT	942
Steuern	(298)
EAT vor Minderheiten	644

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von – Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ist in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse

Währung: MEUR	GJ15P	GJ16P	GJ17P	GJ18P	GJ19P	Ewige Rente
TTP Dividende	218	239	263	315	347	322
Typisierte Ertragsteuer auf Ausschüttungen	(57)	(63)	(69)	(83)	(91)	(85)
Fiktiver Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	298
Typisierte Ertragsteuer auf Thesaurierung	-	-	-	-	-	(39)
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse	160	176	194	232	255	496

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von – Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise

(im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Ausgangsbasis für die Ermittlung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse nach persönlicher Ertragsteuer ist die Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz der TTP für die Geschäftsjahre 2015 bis 2019 sowie die zuvor beschriebene Ableitung der ewigen Rente.

- ▶ Für den Detailplanungszeitraum bis 2019 wurden die von der TTP geplanten Dividenden zugrunde gelegt. Diese wurden auf Grundlage der Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung sowie des erwarteten Bestands an nicht operativ benötigten liquiden Mittel geplant. Hierbei wurde eine Ausschüttung der Dividende im jeweiligen Folgejahr berücksichtigt. Die verbleibenden thesaurierten Ergebnisse dienen der Innenfinanzierung des geplanten Wachstums.
- ▶ Das als nachhaltig unterstellte Wachstum der TTP bedingt auch eine Weiterentwicklung der Planbilanz. Für die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums hat EY in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das fortgeschriebene Eigenkapital zum 30. September 2019, berücksichtigt. Diese Mittel verbleiben dauerhaft im Konzern und dienen der Erwirtschaftung des Wachstums nach dem letzten Detailplanungsjahr. Entsprechend hat EY das nachhaltig abgeleitete, auf die Aktionäre der TTP entfallende Ergebnis um den entsprechenden Thesaurierungsbetrag zur Wachstumsfinanzierung von MEUR 24 gemindert.
- ▶ Des Weiteren ist für die ewige Rente ab dem Geschäftsjahr 2020 eine Annahme über die Verwendung der von der TTP erwirtschafteten Mittel erforderlich. Grundsätzlich ist dabei entsprechend IDW S 1 (2008) anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. In der Fachliteratur wurden für die Vergangenheit wiederholt Dividendenausschüttungsquoten für DAX- und MDAX-Unternehmen von rund 40% bis 60% angegeben (vgl. Wagner et al.: „Weiterentwicklung der Grundsätze der Unternehmensbewertung“, WPg 2004, Nr. 17, S. 889 - 906; WP Handbuch 2014, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, S. 31; Teil A, Tz 103, Schultze/Fischer: „Ausschüttungsquoten, kapitalwertneutrale Wiederanlage und Vollausschüttungsannahme – Eine kritische Analyse der Wertrelevanz des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung, WPg 2013, S. 421 - 435 m.w.N.).
- ▶ Wie auch im Zusammenhang mit der Wachstumsinitiative oneTUI erkennbar, gibt es in der Touristik Branche auch künftig Wachstumspotenziale. Somit erscheint eine kapitalwertneutrale Anlage in die TTP plausibel. Daher wurde in der ewigen Rente von einer typisierenden Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 50% (MEUR 322) des Konzernergebnisses (MEUR 644) ausgegangen.
- ▶ Für Bewertungszwecke wurden die Thesaurierungsbeträge in der ewigen Rente (MEUR 322), abzüglich der dauerhaft im Konzern verbleibenden Wachstumsthesaurierung (MEUR 24), als Wertbeitrag aus Thesaurierung in die Ermittlung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse (MEUR 298) einbezogen und damit den Anteilseignern zugerechnet.
- ▶ Seit Einführung der Abgeltungsteuer zum 1. Januar 2009 unterliegen Kursgewinne unabhängig von der Haltedauer der Abgeltungsteuer in Höhe von 25,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Bewertungstechnisch wurden die thesaurierten Beträge im Detailplanungszeitraum wie auch in der ewigen Rente einer hälftigen effektiven Besteuerung in Höhe von rund 13,2% (inkl. Solidaritätszuschlag) unterworfen. Diese fiktive, direkte Besteuerung der thesaurierten Beträge unterstellt, dass die Anteilseigner ihre Anteile grundsätzlich über einen längeren Zeitraum halten, sodass die Effektivbesteuerung des Wertbeitrags aus Thesaurierung deutlich unter den nominalen Steuersatz absinkt.

Frage 30 – Wie wurde der Kapitalisierungszinssatz, der bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der TUI Travel plc herangezogen wurde, ermittelt?

Antwort

Gemäß der Darstellung im Bewertungsgutachten wurde der bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der TUI Travel plc vor Transaktion heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz wie folgt ermittelt:

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt analog zur TUI AG basierend auf den Grundsätzen des IDW S 1 (2008). Nebenstehende Tabelle zeigt die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes.

Basiszinssatz

Auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich ein Basiszinssatz von 2,25% vor persönlicher Einkommensteuer. Dieser wurde auf Basis der Durchschnittszinssätze der Monate Juni bis August 2014 ermittelt. Unter Berücksichtigung der pauschalierten Abgeltungsteuer folgt daraus ein Basiszins von 1,66% nach Steuern.

Marktrisikoprämie

Als Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern wurden 5,5% berücksichtigt.

Unternehmensspezifisches Risiko (Beta-Faktor)

Analog zum Vorgehen bei der TUI AG (vor Transaktion) erfolgte die Ableitung des Beta-Faktors auf Grundlage von Vergleichsunternehmen (Peer Group), die sich aus den wesentlichen börsennotierten Wettbewerbern der TTP zusammensetzt. Die Peer Group entspricht insofern der Peer Group der Sparte TUI Travel für die Ableitung des Beta-Faktors der TUI AG.

Die Peer Group sowie die jeweils um Kapitalstruktur-Effekte bereinigten Beta-Faktoren (sog. „unlevered“ Betas) der Vergleichsunternehmen sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt. Der Median der beobachteten unverschuldeten Beta-Faktoren beträgt 0,90. Die Betafaktoren wurden auf wöchentlicher Basis unter Zugrundelegung eines 2-jährigen Referenzzeitraums auf Grundlage der jeweilig breitesten nationalen Indizes ermittelt.

Der so ermittelte Beta-Faktor ist noch an die in der Planung erwartete individuelle Finanzierungs- und Kapitalstruktur der TUI AG im Wege eines sogenannten „relevering“ anzupassen. Hieraus ergeben sich periodenspezifische bei der Wertermittlung anzusetzende Beta-Faktoren von 0,81 bis 0,92.

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht über die Peer Group der Sparte TUI Travel:

Übersicht Peer Group

Sparte TUI Travel		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Kuoni Reisen Holding AG	Schweiz	0,87
Thomas Cook Group plc	UK	1,37
Expedia Inc.	USA	0,90
Median		0,90

Quelle: EY Analyse

Wachstumsabschlag

Analog zum Vorgehen bei der Bewertung der TUI AG war bei der TTP für die Planjahre 2015 bis 2019 kein Wachstumsabschlag anzusetzen, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant worden sind.

Für die Geschäftsjahre ab 2020 wurde ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0% p.a. angesetzt und technisch vom Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht. Dieser leitet sich aus der unternehmensspezifischen Preissteigerungsrate ab, bei deren Ermittlung sowohl erwartete Kostensteigerungen als auch nachhaltig erwartete Effizienzsteigerungen berücksichtigt wurden. Über den Wachstumsabschlag wird damit unterstellt, dass die entziehbaren Überschüsse der TTP unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Kosten nachhaltig wachsen.

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes der TTP:

Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

TUI Travel plc	Phase I	Phase II
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,25%	2,25%
Basiszins nach persönlichen Steuern	1,66%	1,66%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,50%	5,50%
Beta unverschuldet	0,90	0,90
Beta verschuldet	0,90	0,81
Risikoprämie nach persönlichen Steuern	4,96%	4,46%
Eigenkapitalkosten Phase I	6,62%	6,12%
Wachstumsrate		1,00%
Eigenkapitalkosten Phase II		5,12%

Quelle: EY Analyse

Hinweis: In Phase I hat EY einen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz verwendet. Für die Darstellung wurde exemplarisch das GJ 2014/15 herangezogen.

Frage 31 – Wie wurde der Unternehmenswert der TUI Travel plc abgeleitet?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten wurde der Unternehmenswert der TUI Travel plc wie folgt abgeleitet:

Bei der Ableitung des Ertragswertes wurden die zukünftig erwarteten Erträge zunächst unter Verwendung periodenspezifischer bestimmter Kapitalisierungszinssätze auf den technischen Bewertungsstichtag 30. September 2014 abgezinst.

Der am Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 relevante Ertragswert der TTP ergibt sich anschließend aus der Aufzinsung des auf den technischen Bewertungsstichtag ermittelten Ertragswertes mit dem Kapitalisierungszinssatz.

Ableitung des Ertragswertes zum 28. Oktober 2014

Währung: MEUR	GJ15P	GJ16P	GJ17P	GJ18P	GJ19P	Ewige Rente
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse	160	176	194	232	255	496
Kapitalisierungszinssatz	6,6%	6,7%	6,6%	6,4%	6,3%	5,1%
Barwertfaktoren	0,94	0,88	0,82	0,78	0,73	14,25
Barwerte zum 30. September 2014	151	155	160	180	186	7.067
Ertragswert zum 30. September 2014	7.899					
Aufzinsung	39					
Ertragswert zum 28. Oktober 2014	7.938					
Unterjährige Ausschüttung vor dem 28. Oktober 2014	(59)					
Unternehmenswert zum 28. Oktober 2014	7.879					

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von –Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Die in der Tabelle dargestellte unterjährige Ausschüttung in Höhe von MEUR 59 betrifft die zweite Interim dividende für das Geschäftsjahr 2013 an die TTP Aktionäre. Die Zahlung erfolgt Anfang Oktober 2014 und somit zwischen dem technischen Bewertungsstichtag 30. September 2014 und dem Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014. Die Zahlung ist somit wertmindernd zu berücksichtigen.

Der Ertragswert zum 28. Oktober 2014 nach Anpassung um die unterjährige Ausschüttung beträgt MEUR 7.879.

Gesondert zu bewertendes Vermögen

Es wurde kein gesondert zu bewertendes Vermögen bei der TTP identifiziert.

Unternehmenswert der TTP

Der Unternehmenswert der TTP beläuft sich nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung der unterjährigen Ausschüttung zum Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 auf rd. MEUR 7.879.

Frage 32 – Wie wurde bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes der TUI Travel plc vor Transaktion der entsprechende Liquidationswert ermittelt?

Antwort

Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes der TUI Travel plc vor Transaktion wurde der entsprechende Liquidationswert gemäß dem Bewertungsgutachten wie folgt ermittelt:

- ▶ 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.

- ▶ Der Liquidationswert der TTP wurde überschlägig auf Basis der letzten verfügbaren Informationen zur Vermögenslage der Gesellschaft aus dem Konzernquartalsabschluss zum 30. Juni 2014 ermittelt und dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert des betriebsnotwendigen Vermögens gegenübergestellt.
- ▶ Der Liquidationswert des Vermögens wird durch den Absatzmarkt für die zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. EY hat bei der Ermittlung des überschlägigen Liquidationswertes unterstellt, dass die Anteile an den Gesellschaften der einzelnen Bereiche zum überschlägig ermittelten Transaktionswert abzüglich Veräußerungskosten an andere Anbieter touristischer Leistungen veräußert werden können. Die entsprechende Berücksichtigung führt zu einem Liquidationswert der unterhalb des ermittelten Ertragswertes des betriebsnotwendigen Vermögens liegt. Ferner reduziert die Berücksichtigung zusätzlicher Anpassungen im Liquidationsfall hinsichtlich bestehender Verpflichtungen gegenüber Dritten den Liquidationswert noch weiter.

Frage 33 – Wie wurde die Plausibilität des ermittelten Unternehmenswerts auf Grundlage von Trading Multiplikatoren getestet?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten wurde die Plausibilität des ermittelten Unternehmenswerts der TUI Travel plc auf Basis von Trading Multiplikatoren im Wesentlichen wie folgt getestet:

Bei der Bestimmung der aus dem Multiplikatorverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte ist EY bei der TTP analog zur TUI AG vorgegangen.

Im Bewertungsgutachten wurde die Unternehmensbewertungen auf Basis der ermittelten Multiples zusammengefasst wie folgt dargestellt:

Multiplikatorbewertung der TUI Travel plc

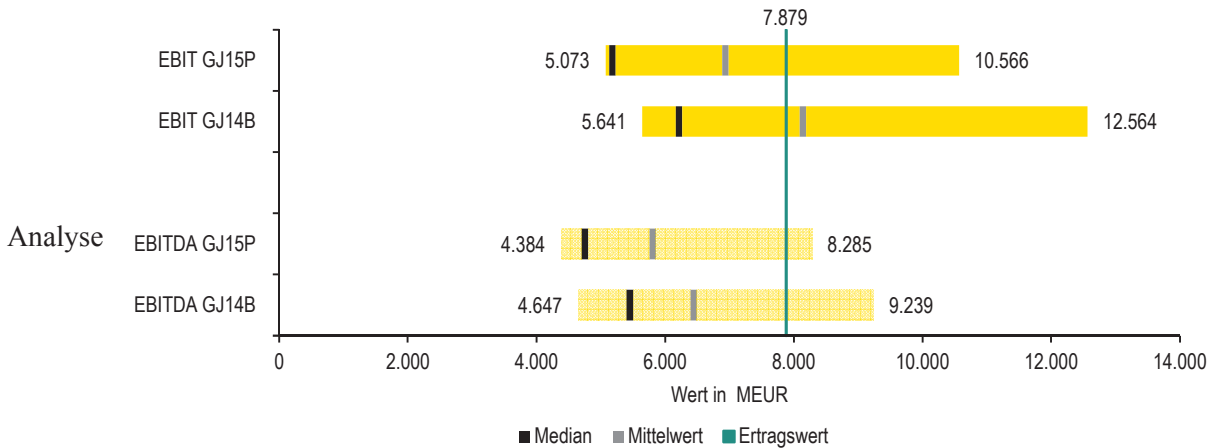
Währung: MEUR	EBITDA GJ14B	EBITDA GJ15P	EBIT GJ14B	EBIT GJ15P
Minimaler Unternehmensgesamtwert	4.682	4.419	5.676	5.108
Maximaler Unternehmensgesamtwert	9.274	8.319	12.599	10.600
Unternehmensgesamtwert nach Median	5.484	4.784	6.249	5.213
Unternehmensgesamtwert nach Mittelwert	6.480	5.841	8.175	6.974
- Zurechenbare Nettofinanzverbindlichkeiten	35	35	35	35
+ Gesondert zu bewertendes Vermögen	-	-	-	-
Wert Eigenkapital der TUI Travel plc (Minimum)	4.647	4.384	5.641	5.073
Wert Eigenkapital der TUI Travel plc (Maximum)	9.239	8.285	12.564	10.566
Wert Eigenkapital der TUI Travel plc (Median)	5.450	4.749	6.214	5.178
Wert Eigenkapital der TUI Travel plc (Mittelwert)	6.445	5.806	8.140	6.939

Quelle: EY Analyse

Die folgende Darstellung visualisiert die Ergebnisse und Bandbreiten der Analyse. Daraus kann entnommen werden, dass der mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert für die TTP innerhalb der durch das Multiplikatorverfahren ermittelten Bandbreite liegt. Analog der bei der Bewertung der TUI AG angeführten Begründung erscheint die Plausibilisierung auf Grundlage der EBIT-Multiplikatoren grundsätzlich aussagefähiger.

Bandbreiten Unternehmenswerte TUI Travel plc (Trading Multiplikatoren)

Quelle: EY Analyse



Frage 34 – Wie wurde der ermittelte Unternehmenswert der TUI Travel plc auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren plausibilisiert?

Antwort

Gemäß dem Bewertungsgutachten wurde der ermittelte Unternehmenswert der TUI Travel plc auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren wie folgt plausibilisiert:

Neben den Trading-Multiplikatoren hat EY auch Transaktionsmultiplikatoren für die Plausibilisierung des Unternehmenswertes analysiert; diesbezüglich sei auf die Beantwortung der Frage 26 verwiesen.

Die Geschäftsmodelle der Zielunternehmen der jeweiligen Transaktionen sind nur sehr eingeschränkt mit dem Geschäftsmodell der TTP vergleichbar. So bieten die betrachteten Unternehmen beispielsweise Reisedienstleistungen ausschließlich für Geschäftskunden an oder sind auf internetbasierte Dienstleistungen spezialisiert. Aus diesem Grund hat EY einen Unternehmenswert für die TTP vor Transaktion auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren nicht abgeleitet.

Frage 35 – In welchem Verhältnis stehen der ermittelte Ertragswert der TUI Travel plc und der Börsenkurs?

Antwort

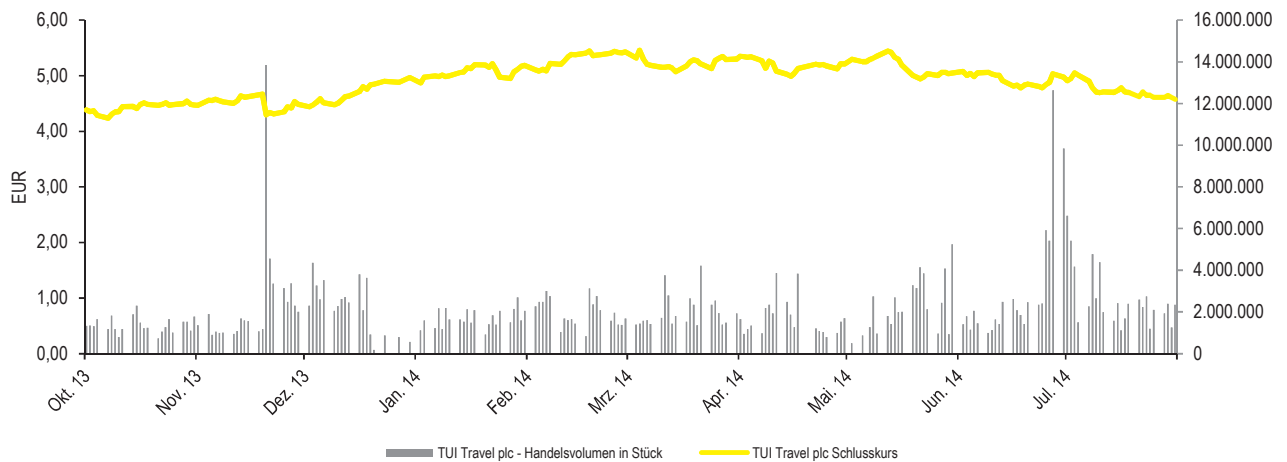
Gemäß dem Bewertungsgutachten stehend der Ertragswert der TUI Travel plc und der Börsenkurs in folgendem Verhältnis:

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Für den Zeitraum vom 1. Oktober 2013 bis einschließlich 31. Juli 2014 ergeben sich auf Basis von S&P CAPITAL IQ folgende zum jeweiligen Tagesschlusskurs in Euro umgerechnete Aktienkurse und Handelsvolumina für die TTP:

Aktienkursentwicklung der TUI Travel plc vom 01. Oktober 2013 bis zum 31. Juli 2014 in Euro

Quelle: EY Analyse, S&P Capital IQ



- ▶ Im betrachteten Zeitraum schwankte der Aktienkurs zwischen umgerechnet EUR 4,24 und EUR 5,46, was einer Börsenkapitalisierung zwischen MEUR 4.695 (am 7. Oktober 2013) und MEUR 6.060 (am 4. März 2014) entspricht.
- ▶ Am 27. Juni 2014 veröffentlichte die TUI AG eine Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG über den geplanten Zusammenschluss von TUI AG und TTP. Der volumengewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs lag zum Stichtag 26. Juni 2014 (Tag vor Ankündigung der geplanten Maßnahme) bei EUR 5,07. Die Berechnung basiert auf der Gewichtung der Tagesdurchschnittskurse der letzten drei Monate anhand des Umsatzvolumens (gehandelte Stücke multipliziert mit dem Tagesdurchschnittskurs).
- ▶ Bezogen auf die ausstehenden Aktien der TTP zum 27. Juni 2014 (rd. 1.118 Mio. Stück) resultiert daraus eine Börsenkapitalisierung von MEUR 5.670. Bei Berücksichtigung der vollständigen Wandlung der von der TTP begebenen Wandelschuldverschreibungen ergibt sich eine Aktienanzahl von rd. 1.335 Mio. Stück und eine Marktkapitalisierung von MEUR 6.769. Die Marktkapitalisierung als Wertuntergrenze liegt jeweils unter dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert.

Frage 36 – Von welcher Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage der TUI AG nach Transaktion geht das Bewertungsgutachten für den subjektiven Unternehmenswert der TUI AG nach Transaktion aus?

Antwort:

Die der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes der TUI AG nach Transaktion zugrunde liegende Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage der TUI AG nach Transaktion ist im Bewertungsgutachten unter anderem wie folgt zusammengefasst:

Die strategische 5-Jahresplanung der TUI AG nach erfolgter Transaktion basiert auf der strategischen 5-Jahresplanung der TUI AG vor Transaktion und berücksichtigt zusätzlich Synergien, die im Rahmen eines Zusammenschlusses nach Ansicht der TUI AG und der TTP realisiert werden können. Sonstige berücksichtigte Effekte

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

beziehen sich im Wesentlichen auf Finanzierungseffekte. Zudem wurden die Liquiditäts- und Folgeeffekte der Konditionen des beabsichtigten Zusammenschlusses (Stand 10. September 2014) berücksichtigt.

- ▶ Da die TTP auch vor der Transaktion im TUI Konzern vollkonsolidiert war, unterscheidet sich die historische Ertragslage vor und nach der Transaktion abseits der Synergien und sonstiger, z.B. Finanzierungseffekte nicht voneinander.
- ▶ Die vorliegende, der Bewertung zu Grunde liegende Unternehmensplanung berücksichtigt eine Wandlung der durch die TUI AG begebenen Wandelschuldverschreibungen zum Zeitpunkt der jeweiligen Fälligkeit. Hinsichtlich der Wandelschuldverschreibung der TTP wurde eine Wandlung zum Fälligkeitsdatum (TUI Travel 2014 Convertible Bond Anfang Oktober 2014), bzw. im Zeitpunkt der Transaktion aufgrund bestehender Change-of-Control-Regelungen (TUI Travel 2017 Convertible Bond) unterstellt. Hinsichtlich der unterjährigen Wandlung wurden in der Planungsrechnung vereinfachende Annahmen getroffen.
- ▶ Die Ergebnisplanung für die TUI AG nach erfolgter Transaktion wird neben eines Wegfalls der Minderheiten und entsprechender Zurechnung der Ergebnisanteile zur TUI AG im Wesentlichen durch die in der Beantwortung der folgenden Fragen näher erläuterten Synergien beeinflusst.

Die TUI AG und die TTP haben die folgenden potenziell aus dem Zusammenschluss realisierbaren Synergien identifiziert und analysiert; diese werden nachfolgend im Detail beschrieben.

- ▶ Straffung der Unternehmensstruktur („Corporate Streamlining“)
- ▶ Möglichkeit der Nutzung steuerlicher Vorteile („Tax Effects“)
- ▶ Operative Wachstumssynergien („Operational Synergies I“)
- ▶ Darüber hinaus ergeben sich durch Finanzierungsmaßnahmen im Zusammenhang mit der angestrebten Transaktion nachlaufende Ergebniseffekte. Im Rahmen der Transaktion ist eine umfassende Refinanzierung geplant. Unter anderem ist die Begebung einer Hochzinsanleihe (High Yield Bond) über MEUR 650 mit einem nominalen Zinssatz von 5,0% für das Geschäftsjahr 2015 vorgesehen. Erwartete Transaktionskosten werden als Anschaffungsnebenkosten aktiviert und in die Finanzierungsmaßnahmen einbezogen. Zudem wurden die Liquiditätseffekte aus den Konditionen der beabsichtigten Transaktion berücksichtigt.

In Bezug auf die Realisierbarkeit der in die Planung eingeflossenen Synergien ergeben sich Risiken aus einer höheren Planungsungenauigkeit, einer möglichen Unterschätzung der Komplexität der Integration und einer zeitlichen Verschiebung des Realisierungszeitpunktes im Rahmen der Integration. Den sich hieraus insbesondere für die Commercial Benefits („Operational Synergies I“) ergebenden Risiken stehen weitere identifizierte Kostensynergien („Cost Savings Inbound Services“) und Commercial Benefits („Increased occupancy of existing TUI AG hotels“) gegenüber.

- ▶ Im Rahmen der Vorbereitung des Zusammenschlusses haben die TUI AG und die TTP weitere Synergien identifiziert. Diese beziehen sich auf die stärkere Integration von Zielgebietsagenturen („Cost Savings Inbound Services“) und auf Auslastungseffekte in den Hotels der Sparte TUI Hotels & Resorts durch eine verstärkte vertikale Integration („Increased occupancy of existing TUI AG hotels“). Die Synergien werden derzeit konkretisiert und sind nicht in die vorliegende strategische 5-Jahresplanung eingeflossen.

Frage 37 – Welche Annahmen der TUI AG im Hinblick auf das Corporate Streamlining der TUI AG nach Transaktion sind im Bewertungsgutachten dargestellt?

Antwort

Im Wesentlichen sind die folgenden Annahmen der TUI AG im Hinblick auf das Corporate Streamlining der TUI AG nach Transaktion im Bewertungsgutachten dargestellt:

Überblick

Es wird erwartet, dass ab dem dritten Jahr nach Vollzug des Zusammenschlusses wiederkehrende Kosteneinsparungen in der Verwaltung im Wesentlichen aus der Beseitigung von Doppelstrukturen realisiert werden können.

- ▶ Die Straffung der Unternehmensstruktur („Corporate Streamlining“) bezieht sich einerseits auf Kosteneinsparungen, die aus der Zusammenfassung betrieblicher Funktionen entstehen und die voraussichtlich mehr als die Hälfte der insgesamt in diesem Bereich geplanten Kosteneinsparungen beitragen („Holding Functions“ und „Central Travel Functions“).
- ▶ Andererseits werden signifikante Kosteneinsparungen aus der Überführung der Struktur mit zwei separaten Börsennotierungen hin zu einem Listing erwartet („Listing Functions“).
- ▶ Um diese Kosteneinsparungen zu realisieren fallen einmalige Integrationskosten in Höhe von ca. MEUR 45 an. Die Integrationsmaßnahmen zur Hebung des Synergiepotenzials sollen innerhalb von 36 Monaten abgeschlossen sein.

Bei der Evaluierung der Maßnahmen zur Hebung der Corporate Streamlining Synergien und Ableitung des oben dargestellten Gesamteffektes wurde ein risikoorientierter Ansatz genutzt. Insgesamt wurden Abschläge ermittelt und berücksichtigt.

Holding Functions

Die neue Gruppenstruktur nach erfolgter Transaktion sieht eine virtuelle zentrale Verwaltung für die TUI AG und TTP vor. Durch die Integration und Konsolidierung der Zentralbereiche der TUI AG und TTP sowie der lokalen Niederlassungen der Tochterunternehmen in Großbritannien und Zentraleuropa werden erhebliche Kosteneinsparungen durch einen geplanten Personalabbau in sich überlappenden zentralen Unternehmensbereichen (z.B. Finance-, Steuern-, Treasury- und Rechtsabteilungen) erwartet. Es ist derzeit noch nicht final entschieden, welche Standorte durch den Personalabbau betroffen sein werden.

Central Travel Functions

Wesentliche Kosteneinsparungen ergeben sich aus der Zusammenführung von Abteilungen von TUI AG und TTP sowie Schließung ganzer Abteilungen. Dies betrifft insbesondere den COO-Bereich der TTP durch die Überführung in die TUI AG, den Bereich TUI Hotels & Resorts durch den Wegfall überschneidender Management Strukturen sowie den Bereich Emerging Markets.

Listing Functions

Wesentliche Kosteneinsparungen im Bereich Listing Functions betreffen unter anderem die Schaffung einer Organisations- bzw. Vorstandsstruktur für den gesamten Konzern mit jeweils einem CEO, Management Team und

Aufsichtsrat, sowie einer Börsennotierung, Abhaltung einer jährlichen Hauptversammlung und Erstellung eines Geschäftsberichts.

Frage 38 – Welche von der TUI geplanten Tax Effects in Bezug auf die TUI AG nach Transaktion sind in dem Bewertungsgutachten dargestellt?

Antwort

Die Annahmen der TUI AG hinsichtlich der steuerlichen Effekte in Bezug auf die TUI AG nach Transaktion sind im Bewertungsgutachten im Wesentlichen wie folgt dargestellt:

Die „Tax Effects“ Synergien ergeben sich aus der Nutzung steuerlicher Verlustvorträge und einer effizienten konzernweiten steuerlichen Ausrichtung infolge der einheitlichen Eigentümerstruktur. Durch den Zusammenschluss der TUI AG und TTP werden aus ertragsteuerlicher Sicht Synergiepotentiale erschlossen. Im Geschäftsjahr 2012/13 hätte - wenn der Zusammenschluss der beiden Unternehmen bereits in diesem Jahr bestanden hätte – nach Berechnungen der TUI AG ein Steuervorteil in Höhe von MEUR 35 erzielt werden können.

Die steuerlichen Synergien entstehen vollständig durch die Einbeziehung der deutschen Beteiligungsgesellschaften der TUI Travel in den ertragsteuerlichen Organkreis der TUI AG.

- ▶ Auf Ebene der TUI AG existieren signifikante gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge, welche in der derzeitigen Struktur nicht genutzt werden können und keiner zeitlichen Beschränkung unterliegen. Aufgrund der möglichen Erweiterung des körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organkreises nach Zusammenschluss der TUI AG und der TTP besteht die Möglichkeit einer zukünftigen Verrechnung von Verlusten der TUI AG mit steuerlichen Gewinnen insbesondere der TUI Deutschland.
- ▶ Die strategische 5-Jahresplanung geht von weiter steigenden Vorsteuergewinnen in Deutschland aus, wodurch eine Verrechnung laufender Verluste der TUI AG mit Gewinnen der (neuen) Organgesellschaften möglich ist. Nach dem Zusammenschluss bietet sich zudem durch die Erweiterung des Organkreises die Möglichkeit eines vergleichsweise höheren Abzugs von Zinsaufwendungen.
- ▶ Zu negativen steuerlichen Synergieeffekten in vergleichsweise geringerem Umfang führt der Zusammenschluss auf Ebene der TTP wegen der vorzeitigen Wandlung einer Wandelschuldverschreibung („TUI Travel 2017 Convertible Bonds“) aufgrund der bestehenden Change-of-Control Klausel bereits im Geschäftsjahr 2015 und des daraus resultierenden Wegfalls der Zinsaufwendungen.

Frage 39 – Welche von der TUI AG gesetzten Annahmen hinsichtlich der Commercial Benefits (Operational Synergies I) in Bezug auf die TUI AG nach Transaktion sind im Bewertungsgutachten dargestellt?

Antwort

Die folgenden Annahmen der TUI AG in Bezug auf die Commercial Benefits (Operational Synergies I) sind im Bewertungsgutachten dargestellt:

Commercial Benefits („Operational Synergies I“)

Im Rahmen der Wachstumsstrategie der TUI AG („oneTUI“) werden über die bereits in der strategischen 5-Jahresplanung der TUI AG vor Transaktion enthaltenen Maßnahmen hinaus weitere Investitionen in den Sparten TUI

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Hotels & Resorts und Kreuzfahrten geplant. Die geplanten operativen Synergien setzen sich aus der Eröffnung von weiteren 33 Hotels und Resorts sowie der Inbetriebnahme eines weiteren neuen Schiffes im Kreuzfahrtbereich (Mein Schiff 6) zusammen. Aufgrund einer verbesserten Auslastungs- und Risikostruktur sowie verbesserter Finanzierungsmöglichkeiten sind diese nach Einschätzung der TUI AG nur im Fall des Zusammenschlusses realisierbar.

Weiteres Wachstum in der Sparte TUI Hotels & Resorts

Für die Sparte TUI Hotels & Resorts wird im Rahmen der Wachstumsinitiative des Strategieprogramms oneTUI insgesamt mit der Eröffnung von 67 neuen Hotels geplant. Diese setzen sich aus 15 neuen Hotels für die Marke RIU, 17 neuen Resorts/Hotels für die Marke Robinson sowie 35 neuen Hotels unter einer neuen TUI Marke zusammen. Wie bereits in der Analyse zur Ertragslage der Sparte TUI Hotels & Resorts im Kapitel TUI AG vor Transaktion dargestellt, ist die Hälfte der entsprechenden neuen Hotels in der strategischen 5-Jahresplanung der TUI AG vor Transaktion enthalten; die verbleibenden 33 Hotels werden als Synergiepotenzial gesehen.

- ▶ Die Verteilung der als Synergie definierten neuen Hotels nach Marken sowie die Planungsannahmen entsprechen denen der in der Unternehmensplanung der TUI AG vor Transaktion berücksichtigten neuen Hotels. Auch in Bezug auf die weiteren neuen Hotels soll das Wachstum sowohl über den Ankauf bereits bestehender Hotelanlagen als auch über Neubauprojekte realisiert werden. Die der TUI im Rahmen von Joint Ventures zustehenden anteiligen Ergebnisse an neuen Hotels sind entsprechend ebenfalls anteilig im EBITA berücksichtigt.
- ▶ Erste Hoteleröffnungen sind für das Geschäftsjahr 2015 vorgesehen. Der Planung für die neuen Hotels liegt die Annahme zugrunde, dass die Hotels bereits nach fünf Jahren einen eingeschwungenen Zustand erreicht haben werden. Allerdings besteht vor dem Hintergrund des Ausmaßes der geplanten Expansion grundsätzlich das Risiko einer vergleichsweise länger andauernden Einführungsphase.

Weiteres Wachstum in der Sparte Kreuzfahrten

Im Bereich Kreuzfahrten ist im Rahmen des Strategieprogramms oneTUI die Indienststellung von zwei zusätzlichen Schiffen vorgesehen. Mein Schiff 5 ist bereits in der strategischen 5-Jahresplanung der TUI AG vor Transaktion enthalten. Die Inbetriebnahme von Mein Schiff 6 ist hingegen nur für den Fall des Zusammenschlusses der TUI AG mit der TTP für das Geschäftsjahr 2018 geplant und als Synergie berücksichtigt.

- ▶ Das anteilige Jahresergebnis, welches zu 50% auf die TUI AG entfällt, ist in das EBITA einbezogen.
- ▶ Derzeit sieht die TUI AG keine Anzeichen für eine Sättigung des deutschsprachigen Kreuzfahrtmarktes. Einem möglichen Einsatz größerer amerikanischer Schiffe auf dem deutschsprachigen Markt könnte z.B. durch Ausrichtung der Mein Schiff 1 und 2 auf den englischen Markt begegnet werden.

Frage 40 – Wie sind die weiteren von der TUI AG erwarteten operativen Synergien (Operational Synergies II) in Bezug auf die TUI AG nach Transaktion in dem Bewertungsgutachten beschrieben?

Antwort

Die weiteren von der TUI AG erwarteten operativen Synergien (Operational Synergies II) in Bezug auf die TUI AG nach Transaktion sind im Bewertungsgutachten wie folgt beschrieben:

Zusätzlich zu den bereits dargestellten und in der Unternehmensplanung berücksichtigten Synergien, wurden seitens

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

des Vorstands der TUI AG weitere operative Synergien identifiziert. Diese werden derzeit näher konkretisiert und dokumentiert. Die Synergien sind nicht in dem EY vorliegenden Stand der strategischen 5-Jahresplanung für die TUI AG nach Transaktion eingeflossen und wurden somit im Rahmen der Bewertung nicht unmittelbar berücksichtigt.

Integration der Zielgebietsagenturen der TTP in den Bereich Mainstream der TTP („Cost Savings Inbound Services“)

Die derzeitige Strategie des TUI Konzerns nach der Transaktion sieht eine Neuordnung der Zielgebietservices im Bereich Accommodation & Destination der TTP vor:

- ▶ Teile der Zielgebietservices des Bereichs A&D sollen in den Bereich Mainstream integriert werden.

Die bisher im Bereich A&D angesiedelte Einheit Zielgebietservices mit Schwerpunkt Mainstream soll im Bereich Mainstream innerhalb einer vertikal integrierten Einheit zusammengeführt werden.

Die auf das Resort-Geschäft spezialisierten Serviceeinheiten, die bisher in den Bereichen Mainstream und A&D getrennt geführt werden, sollen in einer neuen Serviceeinheit unter einer Leitung zusammengefasst werden.

Die jeweiligen Prozesse und Verwaltungsstrukturen sollen an die neue Struktur angepasst werden.

Durch die vertikale Integration erwartet die TUI AG die Hebung von signifikanten Synergien. Diese werden mit Skaleneffekten, Verbundeffekten und der einheitlichen Geschäftsleitung begründet.

- ▶ Die übrigen Teile der Einheit Zielgebietservices verbleiben innerhalb des Bereichs A&D: Das Geschäft soll ausschließlich auf die Zielgebietsländer außerhalb des Bereichs Mainstreams ausgerichtet werden.

Dem Rückgang im Geschäftsvolumen in den administrativen Bereichen wird durch die Einführung eines Shared Service Center entgegengewirkt. Dadurch sollen die bisherigen Profitabilitätskennziffern erhalten bleiben.

Höhere Auslastung der Hotels durch vertikale Integration („Increased occupancy of existing TUI AG hotels“)

Durch den Zusammenschluss erwartet die TUI AG und die TTP eine signifikante Erhöhung der Auslastung der Hotels der Sparte TUI Hotels & Resorts. Der Anstieg der Auslastung soll durch die einheitliche Steuerung von Reiseveranstaltern der TTP und Hotels der TUI AG erreicht werden.

- ▶ Die Schätzung der Synergien in diesem Bereich basiert auf der historischen Entwicklung der Auslastung der Magic Life Clubs, die im Jahr 2011 durch die TTP von der TUI AG übernommen wurden. Aufgrund dieser Erfahrungen erwartet die TUI AG, dass die vertikale Integration innerhalb der TUI Gruppe zu einer Verbesserung der Auslastung in den Hotels der Sparte TUI Hotels & Resorts um 5%-Punkte führen wird.
- ▶ Dem positiven Effekt aus der höheren Auslastung steht eine erwartete geringfügig negative Entwicklung des Durchschnittspreises gegenüber.

Frage 41 – Wie wurden die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse der TUI AG nach Transaktion bei Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes abgeleitet?

Antwort

Gemäß Bewertungsgutachten wurden die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse der TUI AG nach Transaktion

bei Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes im Wesentlichen wie folgt abgeleitet:

Die zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ergeben sich aus den im Detailplanungszeitraum geplanten Ausschüttungen sowie dem nachhaltigen Ergebnis und der Ausschüttungsannahme in der ewigen Rente.

Da sich der Unternehmenswert im Wesentlichen aus der Kapitalisierung des nachhaltigen Ergebnisses, d.h. dem Ergebnis in der ferneren zweiten Planungsphase ergibt, die sich an die Detailplanung für die Jahre bis 2019 anschließt, bildet die Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses einen Schwerpunkt der Bewertungsarbeiten.

Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses für die Jahre ab 2020 (Phase II) erfolgte auf Ebene der einzelnen Sparten TUI Travel, TUI Hotels & Resorts, Kreuzfahrten und der Konzernzentrale sowie der im Nachgang des Zusammenschlusses erwarteten Synergien. Auf Basis des letzten Planjahres 2019 hat EY Anpassungen vorgenommen und resultierende Effekte aus Steuern und Minderheitenanteilen innerhalb der Sparten bzw. in Bezug auf die erwarteten Synergien berücksichtigt.

Im Rahmen der Ableitung der ewigen Rente wurden folgende Überlegungen angestellt:

- ▶ Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Sparte TUI Travel erfolgte auf Grundlage des mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% fortgeschriebenen EBITDA des Geschäftsjahres 2019. Anschließend wurde das EBITDA auf Basis der Analysen hinsichtlich des langfristigen Ertragsniveaus verringert und infolge geringerer Aufwendungen in Bezug auf bestehende Pensionszusagen erhöht. Die Anpassung des Ergebnisses in der ewigen Rente erfolgt auf ein als nachhaltig erachtetes Niveau. Gegenläufig wirken in der ewigen Rente erwartete Zinseffekte aufgrund der geplanten Entwicklung des Nettoumlaufvermögens. Diese Zinseffekte hat EY vereinfachend unmittelbar mit der Anpassung auf das langfristige Ergebnisniveau saldiert.
- ▶ Analog zum Vorgehen bei der Sparte TUI Travel, wurde das nachhaltige Ergebnis der Sparte TUI Hotels & Resorts auf Grundlage des mit dem Wachstumsabschlag fortgeschriebenen EBITDA des Geschäftsjahres 2019 abgeleitet. Da im Rahmen der oneTUI Wachstumsinitiative im Detailplanungszeitraum mit der Projektierung und Eröffnung neuer Hotels geplant wird, die sich in Abhängigkeit des Zeitpunktes der jeweiligen Inbetriebnahme im Geschäftsjahr 2019 ergebnisseitig noch nicht im eingeschwungenen Zustand befinden, wurde für diese Hotels eine Anpassung des EBITDA auf das nachhaltige Ergebnisniveau vorgenommen. Dabei wurde berücksichtigt, dass die geplanten Ergebnisbeiträge aus den neuen Hotels sich langsamer realisieren lassen als im Rahmen der Planung erwartet.
- ▶ Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Sparte Kreuzfahrten erfolgte ebenfalls auf Basis des mit dem Wachstumsabschlag fortgeschriebenen EBITDA. Zunächst wurde das Ergebnisniveau auf ein nachhaltig erzielbares Niveau abgesenkt, um dem erhöhten Preisdruck infolge der Kapazitätsausweitung und der Veränderung der Wettbewerbslage Rechnung zu tragen. Weiterhin wurde eine Absenkung der Abschreibungen auf das langfristig zur Substanzerhaltung erforderliche Investitionsniveau vorgenommen. Grundlage für die Ableitung dieses nachhaltigen Investitionsniveaus war eine Analyse preisindizierter Erhaltungs- und Ersatzinvestitionen. Die Anpassung der Abschreibungen ist in der Tabelle vereinfachend im EBITDA gezeigt.
- ▶ Zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses für den Zentralbereich der TUI AG wurde analog dem Vorgehen in den vorgenannten Sparten das EBITDA des Geschäftsjahres 2019 mit dem Wachstumsabschlag fortgeschrieben. Zudem wurde das Ergebnis der ewigen Rente infolge zukünftig Aufwendungen in Bezug auf bestehende Pensionszusagen angepasst.
- ▶ Die Anpassung der ewigen Rente hinsichtlich der bei der Bewertung der TUI AG nach Transaktion identifizierten

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Synergien berücksichtigt zunächst die Fortschreibung um die Wachstumsrate. Desweiteren wurden analog zu den oben beschriebenen Anpassungen für die Sparten TUI Hotels & Resorts und Kreuzfahrten auch für die Wachstumssynergien Anpassungen in der ewigen Rente vorgenommen. Für TUI Hotels & Resorts wurde der Ergebnishub aus neuen Hotels berücksichtigt. Eine Anpassung des Ergebnisniveaus im Kreuzfahrtbereich (Mein Schiff 6) wird kompensiert durch die Möglichkeit, mit der größeren Flotte bestehende Chancen im britischen Markt zu nutzen sowie durch die Anpassung der geplanten Abschreibungen für das neue Schiff auf das langfristige Investitionsniveau.

- Der für das Geschäftsjahr 2019 ausgewiesene Steueraufwand ergibt sich auf Grundlage des Steueraufwands der TUI AG vor Transaktion durch die Berücksichtigung der steuerlichen Synergien sowie die Berücksichtigung der steuerlichen Folgeeffekte der übrigen Synergien. Durch die Fortschreibung der für das Geschäftsjahr 2019 geplanten Ergebnisse in die ewige Rente war es notwendig, die endliche Laufzeit der steuerlichen Verlustvorträge zu berücksichtigen und mittels einer Annuität die ewige Rente anzupassen. Zudem wurden die steuerlichen Folgen der Anpassungen der ewigen Rente bei der Ableitung des Steueraufwands in der ewigen Rente einbezogen.

Die folgende Übersicht zeigt eine Zusammenfassung der von EY vorgenommenen Ermittlung der ewigen Rente:

Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der TUI AG nach Transaktion

Währung: MEUR	Ewige Rente
EBITDA	1.987
Abschreibungen	(498)
EBITA	1.490
Zinsergebnis	(182)
EBT	1.308
Steuern	(341)
EAT vor Minderheiten	967
Minderheiten	(72)
EAT nach Minderheiten	895

Quelle: EY Analysis

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von – Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse

Die Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ist in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Ableitung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse

Währung: MEUR	GJ15P	GJ16P	GJ17P	GJ18P	GJ19P	Ewige Rente
TUI AG Dividende	96	286	314	287	344	447
Typisierte Ertragsteuer auf Ausschüttungen	(25)	(75)	(83)	(76)	(91)	(118)
Fiktiver Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	397
Typisierte Ertragsteuer auf Thesaurierung	-	-	-	-	-	(52)
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse	71	210	231	211	253	674

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von – Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule

28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Ausgangsbasis für die Ermittlung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse ist die Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz der TUI AG nach Transaktion für die Geschäftsjahre 2015 bis 2019 sowie die zuvor beschriebene Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse für die ewige Rente.

- ▶ Für den Detailplanungszeitraum bis 2019 wurden die geplanten Dividenden zugrunde gelegt. Diese wurden auf Grundlage der Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung sowie des erwarteten Bestands an nicht operativ benötigten liquiden Mittel geplant. Hierbei wurde eine Ausschüttung der Dividende im jeweiligen Folgejahr berücksichtigt. Die verbleibenden thesaurierten Ergebnisse dienen der Innenfinanzierung des geplanten Wachstums.
- ▶ Das als nachhaltig unterstellte Wachstum des Konzerns bedingt auch eine Weiterentwicklung der Planbilanz. Für die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums hat EY in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das fortgeschriebene Eigenkapital zum 30. September 2019, berücksichtigt. Diese Mittel verbleiben dauerhaft im Konzern und dienen der Erwirtschaftung des Wachstums nach dem letzten Detailplanungsjahr. Entsprechend hat EY das nachhaltig abgeleitete, auf die Aktionäre der TUI AG nach erfolgter Transaktion entfallende Ergebnis um den entsprechenden Thesaurierungsbetrag zur Wachstumsfinanzierung gemindert.
- ▶ Des Weiteren ist für die ewige Rente ab dem Geschäftsjahr 2020 eine Annahme über die Verwendung der von der TUI AG nach erfolgter Transaktion erwirtschafteten Mittel erforderlich. Grundsätzlich ist dabei entsprechend IDW S 1 (2008) anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. In der Fachliteratur wurden für die Vergangenheit wiederholt Dividendenausschüttungsquoten für DAX- und MDAX-Unternehmen von 40% bis 60% angegeben (vgl. Wagner et al.: „Weiterentwicklung der Grundsätze der Unternehmensbewertung“, WPg 2004, Nr. 17, S. 889 - 906; WP Handbuch 2014, Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, S. 31; Teil A, Tz 103, Schultze/Fischer: „Ausschüttungsquoten, kapitalwertneutrale Wiederanlage und Vollausschüttungsannahme – Eine kritische Analyse der Wertrelevanz des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung, WPg 2013, S. 421 - 435 m.w.N.).
- ▶ Wie auch im Zusammenhang mit der Wachstumsinitiative oneTUI erkennbar, gibt es in der Touristik Branche auch künftig Wachstumspotenziale. Somit erscheint eine kapitalwertneutrale Anlage in den Konzern plausibel. Daher wurde in der ewigen Rente von einer typisierenden Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 50% (MEUR 447) des Konzernergebnisses (MEUR 895) ausgegangen.
- ▶ Für Bewertungszwecke wurden die Thesaurierungsbeträge in der ewigen Rente (MEUR 447), abzüglich der dauerhaft im Konzern verbleibenden Wachstumsthesaurierung (MEUR 50), als Wertbeitrag aus Thesaurierung in die Ermittlung der zu kapitalisierenden finanziellen Überschüsse (MEUR 397) einbezogen und damit den Anteilseignern zugerechnet.
- ▶ Seit Einführung der Abgeltungsteuer zum 1. Januar 2009 unterliegen Kursgewinne unabhängig von der Haltedauer der Abgeltungsteuer in Höhe von 25,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Bewertungstechnisch wurden die thesaurierten Beträge im Detailplanungszeitraum wie auch in der ewigen Rente einer hälftigen effektiven Besteuerung in Höhe von rund 13,2% (inkl. Solidaritätszuschlag) unterworfen. Diese fiktive, direkte Besteuerung der thesaurierten Beträge unterstellt, dass die Anteilseigner ihre Anteile grundsätzlich über einen längeren Zeitraum halten, sodass die Effektivbesteuerung des Wertbeitrags aus Thesaurierung deutlich unter den

nominalen Steuersatz absinkt.

Frage 42 – Wie wurde der bei der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes der TUI AG nach Transaktion der heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz ermittelt?

Antwort

Gemäß der Darstellung im Bewertungsgutachten wurde der bei der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes der TUI AG nach Transaktion der heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz ermittelt:

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt analog zur TUI AG (vor Transaktion) basierend auf den Grundsätzen des IDW S 1 (2008). Die folgende Tabelle zeigt die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:

Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

TUI AG (nach Transaktion)	Phase I	Phase II
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,25%	2,25%
Basiszins nach persönlichen Steuern	1,66%	1,66%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,50%	5,50%
Beta unverschuldet	0,86	0,86
Beta verschuldet	0,90	0,84
Risikoprämie nach persönlichen Steuern	4,96%	4,63%
Eigenkapitalkosten Phase I	6,62%	6,29%
Wachstumsrate		1,00%
Eigenkapitalkosten Phase II		5,29%

Quelle: EY Analyse

Hinweis: In Phase I hat EY einen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz verwendet. Für die Darstellung wurde exemplarisch das GJ 2014/15 herangezogen.

Basiszinssatz

Auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich ein Basiszinssatz von 2,25% vor persönlicher Einkommensteuer. Dieser wurde auf Basis der Durchschnittszinssätze der Monate Juni bis August 2014 ermittelt. Unter Berücksichtigung der pauschalierten Abgeltungsteuer folgt daraus ein Basiszins von 1,66% nach Steuern.

Marktrisikoprämie

Als Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern wurden 5,5% berücksichtigt.

Unternehmensspezifisches Risiko (Beta-Faktor)

Die Ermittlung des Beta-Faktors erfolgte analog zum Vorgehen bei der TUI AG vor Transaktion auf Grundlage von Vergleichsunternehmen (Peer Group), die sich aus den wesentlichen börsennotierten Wettbewerbern der TUI AG zusammensetzt und deren jeweiliges Produktportfolio mit der jeweiligen Sparte des TUI Konzerns (TUI Travel, TUI Hotels & Resorts und Kreuzfahrten) vergleichbar ist. Detaillierte Angaben zur Geschäftstätigkeit der jeweiligen Peer Group Unternehmen finden sich bei der Beantwortung der Frage 46.

Die Unternehmen sowie die jeweils um Kapitalstruktur-Effekte bereinigten Beta-Faktoren (sog. „unlevered“ Betas) der Vergleichsunternehmen sind auf der nächsten Seite tabellarisch dargestellt. Die Beta-Faktoren wurden auf wöchentlicher Basis unter Zugrundelegung eines 2-jährigen Referenzzeitraums auf Grundlage der jeweilig breitesten nationalen Indizes ermittelt.

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

Für die Ableitung der spartenspezifischen unverschuldeten Beta-Faktoren wurde auf den jeweiligen Median des unverschuldeten Beta-Faktors der Vergleichsgruppe abgestellt. Um das unternehmensspezifische Risiko der TUI AG nach Transaktion zu ermitteln, wurden diese spartenspezifischen Beta-Faktoren basierend auf den Anteilen der Nettoergebnisse der Sparten am Gesamt-Nettoergebnis der TUI AG im Geschäftsjahr 2014 gewichtet. Dieses Vorgehen entspricht dem bei der TUI AG vor Transaktion, allerdings mit der zusätzlichen Annahme, dass der TUI AG nach der Transaktion das vollständige Nettoergebnis der TUI Travel plc zusteht. Danach ergibt sich ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,86 für die TUI AG nach Transaktion.

Der so ermittelte Beta-Faktor ist noch an die in der Planung erwartete individuelle Finanzierungs- und Kapitalstruktur der TUI AG im Wege eines sogenannten „relevering“ anzupassen. Hieraus ergeben sich periodenspezifische bei der Wertermittlung anzusetzende Beta-Faktoren von 0,84 bis 0,90.

Im Folgenden eine tabellarische Übersicht der Peer Groups nach Sparten wie von EY ermittelt:

Übersicht Peer Groups nach Sparten

Sparte TUI Travel		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Kuoni Reisen Holding AG	Schweiz	0,87
Thomas Cook Group plc	UK	1,37
Expedia Inc.	USA	0,90
Median TUI Travel		0,90
Sparte TUI Hotels & Resorts		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Club Méditerranée	Frankreich	0,48
Accor S.A.	Frankreich	0,85
Meliá Hotels International SA	Spanien	0,45
Pierre & Vacances SA	Frankreich	0,35
NH Hoteles S.A.	Spanien	0,71
Millennium & Copthorne Hotels plc	UK	0,50
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	USA	1,38
Marriott International, Inc.	USA	1,12
Rezidor Hotel Group AB (publ)	Belgien	0,98
Median TUI Hotels & Resorts		0,71
Sparte Kreuzfahrten		
Unternehmen	Land	Beta unverschuldet
Carnival Corporation	USA	0,95
Royal Caribbean Cruises Ltd.	USA	1,07
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	USA	0,82
Median Kreuzfahrten		0,95

Quelle: EY Analyse

Wachstumsabschlag

Im Fall der TUI AG war für den Planungszeitraum Geschäftsjahr 2015 bis 2019 kein Wachstumsabschlag anzusetzen, da die Erträge und Aufwendungen nominal geplant worden sind.

Für die Geschäftsjahre ab 2020 ff. wurde ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0% p.a. angesetzt und technisch vom Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht. Dieser leitet sich aus der unternehmensspezifischen Preissteigerungsrate ab, bei deren Ermittlung sowohl erwartete Kostensteigerungen als auch nachhaltig erwartete Effizienzsteigerungen berücksichtigt wurden. Über den Wachstumsabschlag wird damit unterstellt, dass die entziehbaren Überschüsse der TUI AG unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Kosten nachhaltig wachsen.

Frage 43 – Wie wurde der subjektive Unternehmenswert der TUI AG nach Transaktion abgeleitet?

Antwort

Gemäß Bewertungsgutachten wurde der subjektive Unternehmenswert der TUI AG nach Transaktion wie folgt abgeleitet:

Ableitung des Ertragswertes

Bei der Ableitung des Ertragswertes wurden die zukünftig erwarteten Erträge zunächst unter Verwendung periodenspezifisch bestimmter Kapitalisierungszinssätze auf den technischen Bewertungsstichtag 30. September 2014 abgezinst.

Der am Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 relevante Ertragswert der TUI AG ergibt sich anschließend aus der Aufzinsung des auf den technischen Bewertungsstichtag ermittelten Ertragswertes mit dem Kapitalisierungszinssatz.

Ableitung des Ertragswertes zum 28. Oktober 2014

Währung: MEUR	GJ15P	GJ16P	GJ17P	GJ18P	GJ19P	Ewige Rente
Zu kapitalisierende finanzielle Überschüsse	71	210	231	211	253	674
Kapitalisierungszinssatz	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	5,3%
Barwertfaktoren	0,94	0,88	0,83	0,77	0,73	13,73
Barwerte zum 30. September 2014	66	185	191	164	184	9.261
Ertragswert zum 30. September 2014	10.050					
Aufzinsung	50					
Ertragswert zum 28. Oktober 2014	10.100					

Quelle: EY Analyse

Erklärung im Zusammenhang mit – und zur Berücksichtigung von – Rule 28 des City Code on Takeovers and Mergers des Vereinigten Königreichs (der "Code"): Keine dieser Zahlen ist als Gewinnprognose oder –schätzung im Sinne des Code für irgendeinen Zeitraum zu verstehen, und dementsprechend wurden und werden diese Zahlen nicht gemäß Rule 28 des Code ausgewiesen. Keine dieser Zahlen ist im Sinne des Code dahingehend auszulegen, dass die Erträge (oder Erträge je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel für die laufende oder künftige Geschäftsperiode(n) notwendigerweise (im Sinne des Code) den in der Vergangenheit erzielten und veröffentlichten Erträgen (oder Erträgen je Aktie) der TUI AG bzw. der TUI Travel entsprechen werden.

Gesondert zu bewertendes Vermögen

Als gesondert zu bewertendes Vermögen ist gemäß IDW S 1 (2008) Vermögen anzusetzen, das frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird.

Das berücksichtigte, gesondert zu bewertenden Vermögen betrifft die von der TUI AG gehaltenen Anteile an der HLAG. Der Wert des gesondert zu bewertenden Vermögens beträgt MEUR 346; hinsichtlich der Ableitung wird auf die Beantwortung der Frage 24 verwiesen.

Unternehmenswert der TUI AG nach Transaktion

Der Unternehmenswert der TUI AG beläuft sich nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung des gesondert zu bewertenden Vermögens zum Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014 auf rd. MEUR 10.446.

Frage 44 – Was ist das finale Ergebnis des Bewertungsgutachtens?

Antwort

Das finale Ergebnis des Bewertungsgutachtens ist im Bewertungsgutachten wie folgt dargestellt:

Der Vorstand (mit Ausnahme von Peter Long) und der Aufsichtsrat der TUI AG, Berlin und Hannover, hat EY mit Mandatsvereinbarung vom 21. Juli 2014 beauftragt, eine gutachterliche Stellungnahme zu den objektivierten Unternehmenswerten der TUI AG vor Transaktion und der TUI Travel plc vor Transaktion sowie zu dem subjektiven Entscheidungswert der TUI AG nach Transaktion zu erstatten.

Hintergrund des Auftrages von EY ist der geplante Zusammenschluss der TUI AG mit der TUI Travel plc. Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der 28. Oktober 2014, der Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der TUI AG, die über den Zusammenschluss beschließen soll.

Bei der Erstattung dieser gutachterlichen Stellungnahme hat EY den IDW-Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 (2008)) beachtet. Im Sinne dieser Grundsätze erstattet EY die gutachterliche Stellungnahme, bezogen auf den Unternehmenswert der TUI AG vor Transaktion und der TUI Travel plc vor Transaktion, in der Funktion des neutralen Gutachters. Bei dem ermittelten Unternehmenswert der TUI AG nach Transaktion handelt es sich um einen subjektiven Entscheidungswert, den EY entsprechend des IDW S 1 (2008) in einer beratenden Funktion ermittelt hat.

Folgende Unternehmenswerte ergeben sich zum Bewertungsstichtag 28. Oktober 2014:

- ▶ TUI AG vor Transaktion: MEUR 5.293
- ▶ TUI Travel plc vor Transaktion: MEUR 7.879
- ▶ TUI AG nach Transaktion: MEUR 10.446

Die Wertermittlung basiert darauf, dass ab Unterzeichnung des Bewertungsgutachtens bis zum 28. Oktober 2014, dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung, keine Umstände eintreten, die die oben genannten Unternehmenswerte wesentlich beeinflussen.

Frage 45 – Wer hat das Bewertungsgutachten unterzeichnet?

Antwort

Das Bewertungsgutachten wurde am 10. September 2014 für die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft durch die Wirtschaftsprüfer Martin Greve und Dr. Sven Schieszl unterzeichnet.

Frage 46 – Welche Vergleichsunternehmen sind in Anhang C des Bewertungsgutachtens aufgeführt?

Antwort

In einem Anhang zum Bewertungsgutachten sind die folgenden Vergleichsunternehmen (Peer Group) wie folgt beschrieben:

Fragen und Antworten (Q&A) zum Bewertungsgutachten

TUI Travel plc sector

Unternehmen	Beschreibung
Expedia Inc.	Expedia bietet weltweit Reisen und touristische Dienstleistungen an. Zu den Kunden zählen Freizeit- und Geschäftsreisende, Offline-Reisebüros sowie Reiseanbieter, die über ein Portfolio von Marken, darunter Expedia.com, Hotels.com, Hotwire.com, eLong und Venere.com bedient werden. Expedia wurde 1996 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Bellevue, Washington, USA.
Kuoni Reisen Holding AG	Kuoni Reisen Holding vertreibt weltweit Reisen als Veranstalter und Hotelvermittler. Die Dienstleistungen werden von Reisebüros (online und offline) und dritte Reiseveranstalter unter den Marken GTA, TravelCube und Reise Bound angeboten. Die Kuoni Reisen Holding wurde im Jahre 1906 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Zürich, Schweiz.
Thomas Cook Group plc	Thomas Cook vermittelt Urlaubsreisen vorwiegend an europäische Kunden. Dabei liegt der Unternehmensfokus im Wesentlichen auf dem Vertrieb von Pauschalreisen über Filialen, Websites und Call-Center sowie an Geschäftskunden. Thomas Cook wurde im Jahr 1841 gegründet und hat seinen Hauptsitz in London, Großbritannien.

Cruises sector

Unternehmen	Beschreibung
Carnival Corporation & plc	Carnival Corporation & plc ist ein Anbieter von Kreuzfahrten. Das Unternehmen verfügt über eine Flotte von 101 Kreuzfahrtschiffen unter den Marken Carnival Cruise Lines, Holland America Line, Princess Cruises, Seabourn in Nordamerika sowie AIDA Cruises, Costa Crociere, Cunard Line, Ibero Cruises und P & O Cruises in Europa, Australien und Asien. Der Vertrieb der Kreuzfahrten und damit zusammenhängender Dienstleistungen erfolgt über Reisebüros und Reiseveranstalter. Carnival Corporation wurde 1972 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Panama-Stadt, Panama, und seine Hauptverwaltung in Miami, Florida, USA. Carnival plc hat seinen Hauptsitz in London, Großbritannien.
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	Norwegian Cruise Line Holdings ist ein Anbieter von Kreuzfahrten. Das Unternehmen verfügt über 12 Schiffe unter der Marke NCL. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte in erster Linie über Reisebüros für Touristen auf Routen in Nordamerika, dem Mittelmeer, der Ostsee, Mittelamerika, Bermuda und der Karibik. Die Norwegian Cruise Line Holdings wurde 1966 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Miami, Florida, USA.
Royal Caribbean Cruises Ltd.	Royal Caribbean Cruises ist ein Anbieter von Kreuzfahrten. Das Unternehmen verfügt über 41 Schiffe mit aktuell zusätzlichen sechs Schiffen, die sich im Bau befinden. Das Portfolio umfasst die sechs Marken Royal Caribbean International, Celebrity Cruises, Pullmantur, Azamara Club Cruises, CDF Croisières de France und TUI Cruises (50% Beteiligung). Royal Caribbean Cruises wurde 1968 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Miami, Florida, USA.

TUI Hotels & Resorts sector

Unternehmen	Beschreibung
Accor S.A.	Accor ist ein weltweiter Betreiber von gehobenen Mittelklasse- und Economy-Hotels. Das Unternehmen verfügt über rund 3.600 Hotels und 460.000 Zimmern in 92 Ländern unter den Marken Sofitel, Pullman, MGallery, Grand Mercure, Novotel, Suite Novotel, Mercure, Adagio, ibis, ibis Styles, ibis budget und hotelF1. Zudem ist das Unternehmen auch an Casinos beteiligt. Accor wurde 1967 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paris, Frankreich.
Club Méditerranée S.A.	Club Méditerranée ist ein Anbieter von Pauschalreisen und damit verbundenen Dienstleistungen. Das Unternehmen betreibt seine 40 Resorts unter der Marke Club Med. Der Vertrieb erfolgt über eine eigene Internetseite, konzerneigene Agenturen und Call Center, sowie indirekt über Reisebüros. Darüber hinaus ist das Unternehmen im Immobilienentwicklungsgeschäft tätig und verkauft Villen und Chalets. Club Méditerranée wurde 1950 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paris, Frankreich.
Marriott International Inc.	Marriott International ist ein weltweiter Betreiber von Hotels. Das Portfolio umfasst u.a. die Marken Renaissance Hotels & Resorts und The Ritz-Carlton Hotel Company sowie Select-Service Lodging, Extended-Stay Lodging und Timesharing-Anlagen. Insgesamt umfassen die Aktivitäten 4.087 Objekte mit 697.000 Zimmern. Marriott International wurde 1971 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Bethesda, Maryland, USA.
Meliá Hotels International S.A.	Meliá Hotels International ist ein weltweiter Hotelbetreiber. Das Portfolio umfasst rund 350 Hotels in 35 Ländern unter den Marken Gran Meliá, Meliá, ME, Inside, Tryp by Wyndham, Sol und Paradisus. Darüber hinaus betreibt das Unternehmen Ferienclubs, Restaurants, Casinos und Einkaufszentren. Meliá Hotels International wurde 1956 gegründet und hat seinen Sitz in Palma de Mallorca, Spanien.
Millennium & Copthorne Hotels plc	Millennium & Copthorne Hotels ist ein Hotelbetreiber. Das Portfolio umfasst 114 Hotels in rund 70 Business- und Urlaubszielen unter den Marken Grand Millennium, Millennium Hotels, Copthorne Hotels, Kingsgate Hotels, M Hotels, Biltmore und Studio M Hotels. Das Unternehmen wurde 1996 gegründet und hat seinen Hauptsitz in London, Großbritannien. Millennium & Copthorne Hotels ist eine Tochtergesellschaft von City Developments Limited.
NH Hoteles S.A.	NH Hoteles ist ein Hotelbetreiber mit dem Schwerpunkt in Spanien, den BeNeLux, Italien und Deutschland. Das Unternehmen betreibt ein Netz von rund 400 Hotels mit rund 60.000 Zimmern unter den Marken NH Hotels und nhow. Zudem ist das Unternehmen auch in der Immobilienentwicklung tätig. NH Hoteles wurde 1881 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Madrid, Spanien.
Pierre & Vacances S.A.	Pierre & Vacances ist ein Anbieter von Tourismusdienstleistungen in Europa und verfügt über rund 50.000 Ferienwohnungen und Ferienhäuser mit insgesamt 231.000 Betten. Das Unternehmen betreibt Residenzen, Resorts und Hotels unter den Marken Pierre & Vacances, Maeva, Adagio, Center Parcs und Sunparks. Neben den Tourismusaktivitäten ist Pierre & Vacances auch als Immobilienentwickler tätig. Pierre & Vacances wurde 1967 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paris, Frankreich.
Rezidor Hotel Group AB	Rezidor Hotel Group ist ein Hotelbetreiber aktiv in Europa, dem Nahen Osten und Afrika. Unter den Markennamen von Radisson Blu, Park Inn by Radisson, Quorvus Collection und Radisson Red umfasst das Portfolio rund 429 Hotels mit rund 94.800 Zimmern in 69 Ländern. Rezidor Hotel Group hat seinen Hauptsitz in Brüssel, Belgien.
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	Starwood Hotels & Resorts Worldwide ist ein Betreiber von luxuriösen und gehobenen Full-Service-Hotels, Resorts, Residenzen, Select-Service-Hotels und Hotels für Langzeitaufenthalte. Unter den Marken St. Regis, The Luxury Collection, W, Westin, Le Méridien, Sheraton, Four Points by Sheraton, Aloft und Element betreibt das Unternehmen rund 1.200 Hotels in 100 Ländern. Das Unternehmen vertreibt auch Ferien-Eigenheime. Starwood Hotels & Resorts Worldwide wurde 1969 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Stamford, Connecticut, USA.

