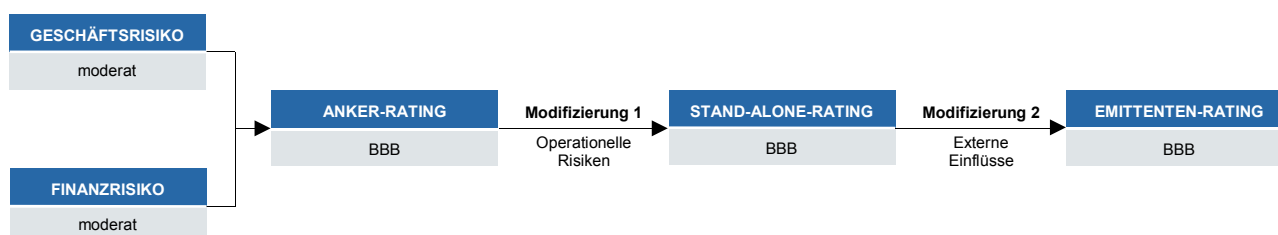


Emittentenrating

ETL AG StBG		12. November 2020	
		Emittentenrating	
		Ausblick	
		BBB	
		stabil	
Branche	Steuerberatung	Umsatz 2019	€ 413,3 Mio.
		Mitarbeiter 2019	5.792



GESCHÄFTSRISIKO	moderat
<ul style="list-style-type: none"> Führende Marktposition in der durch Landesrecht geschützten Steuerberatung in Deutschland Diversifiziertes dezentrales Praxisportfolio Wettbewerbsvorteile durch Spezialisierung Risiken durch erhöhte Wettbewerbsintensität und durch Strukturwandel 	

OPERATIONELLE RISIKEN	- 0
<ul style="list-style-type: none"> Intransparente Gruppenstruktur Integrationsrisiken von zunehmend größeren und internationalen Steuerberatungsgesellschaften Insgesamt angemessene Handhabung der operationellen Risiken 	

FINANZRISIKO	moderat
<ul style="list-style-type: none"> Gute bis sehr gute Ertragskraft Gute Kapitalstruktur durch hohe stille Reserven Schwach befriedigende bis befriedigende Entschuldungspotenziale und Zinsdeckungsrelationen Gute finanzielle Flexibilität 	

EXTERNE EINFLÜSSE	± 0
<ul style="list-style-type: none"> Keine ratingrelevanten externen Einflüsse 	

Finanzkennzahlen *	Ist 2017	Ist 2018	Ist 2019	Plan 2020	Plan 2021	Plan 2022
EBITDA-Marge (%)	13,3	13,9	15,4	17,6	18,3	18,7
ROCE (%)	10,5	12,5	17,0	25,3	26,2	26,6
Eigenkapitalquote (%)	25,1	20,3	15,0	14,8	13,1	11,7
Verschuldungsgrad (%)	57,1	62,9	66,1	62,1	69,1	74,5
Gesamtverbindlichkeiten/EBITDA	6,9	7,2	6,1	5,3	4,7	4,3
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	3,1	3,1	2,1	1,5	1,6	1,6
EBIT-Zinsdeckung	1,7	2,3	2,9	4,0	4,1	4,2
EBITDA-Zinsdeckung	3,1	3,7	5,3	6,5	6,9	7,1

* bereinigt auf Basis der EHR Analysegrundsätze; Vorjahre durch Erstkonsolidierungen 2019 nur bedingt vergleichbar

Ratingbegründung

Euler Hermes Rating bestätigt die Bonität der ETL AG StBG mit BBB. Der Ausblick für das Rating ist stabil.

Moderates Geschäftsrisiko durch national führende Marktposition und umfangreiche Regulierung bei hoher Wettbewerbsintensität und Strukturwandel

Die ETL Gruppe verfügt aus unserer Sicht durch die bundesweit führende Marktposition in der Steuerberatung mittelständischer Unternehmen und die umfangreiche Regulierung über ein moderates Geschäftsrisiko. Wettbewerbsvorteile sehen wir für die Unternehmensgruppe in dem regional stark diversifizierten Praxisportfolio, in der Online Steuerberatung, der integrierten Steuerberatungssoftware, der hohen branchenspezifischen Systemkompetenz und der Nutzung der zentralen Infrastruktur der ETL Gruppe. Wachstumspotenziale sehen wir insbesondere in Praxisakquisitionen im In- und Ausland sowie in der gruppenweiten digitalen Praxisreorganisation. Durch innovative Produkte sowie die digitale Integration von Vorsystemen der Mandanten kann die ETL AG StBG unseres Erachtens neue margenstarke Dienstleistungen erschließen. Risiken bestehen aus unserer Sicht in der verstärkten Wettbewerbsintensität, in Softwareentwicklungen, erhöhten Akquisitionen größerer Steuerberatungsgesellschaften sowie einer langfristig geringeren Komplexität der Steuergesetze.

Moderates Finanzrisiko durch gute bis sehr gute Ertragskraft sowie gute Kapitalstruktur und finanzielle Flexibilität

Das Finanzrisiko bewerten wir insgesamt als moderat. Der ETL Konzern und die ETL Gruppe zeichnen sich insgesamt durch eine gute bis sehr gute Ertragskraft aus. Aufgrund der gruppenweiten Erlössteigerung im Geschäftsjahr 2020 sowie der initiierten Maßnahmen zur Ausschöpfung neuer Gebührenspielräume, zur (Praxis)Reorganisation und Kostensenkung bewerten wir das Ertragspotenzial als gut bis sehr gut. Die Kapitalstruktur bewerten wir durch hohe stille Reserven als gut. Das Entschuldungspotenzial und die Zinsdeckungsrelationen sind aufgrund des stark anorganischen Wachstums aus unserer Sicht schwach befriedigend bis befriedigend. Durch den unverändert guten Zugang zu Finanzierungen der Kanzleihinhaber bewerten wir die finanzielle Flexibilität als gut.

Keine Modifikationen des Anker-Ratings

Die operationellen Risiken der ETL AG StBG und der ETL Gruppe stehen unseres Erachtens im Einklang mit dem Anker-Rating. Ratingrelevante externe Faktoren liegen nicht vor. Es wurden somit keine Modifizierungen des Anker-Ratings vorgenommen.

Upgrade / Downgrade Faktoren

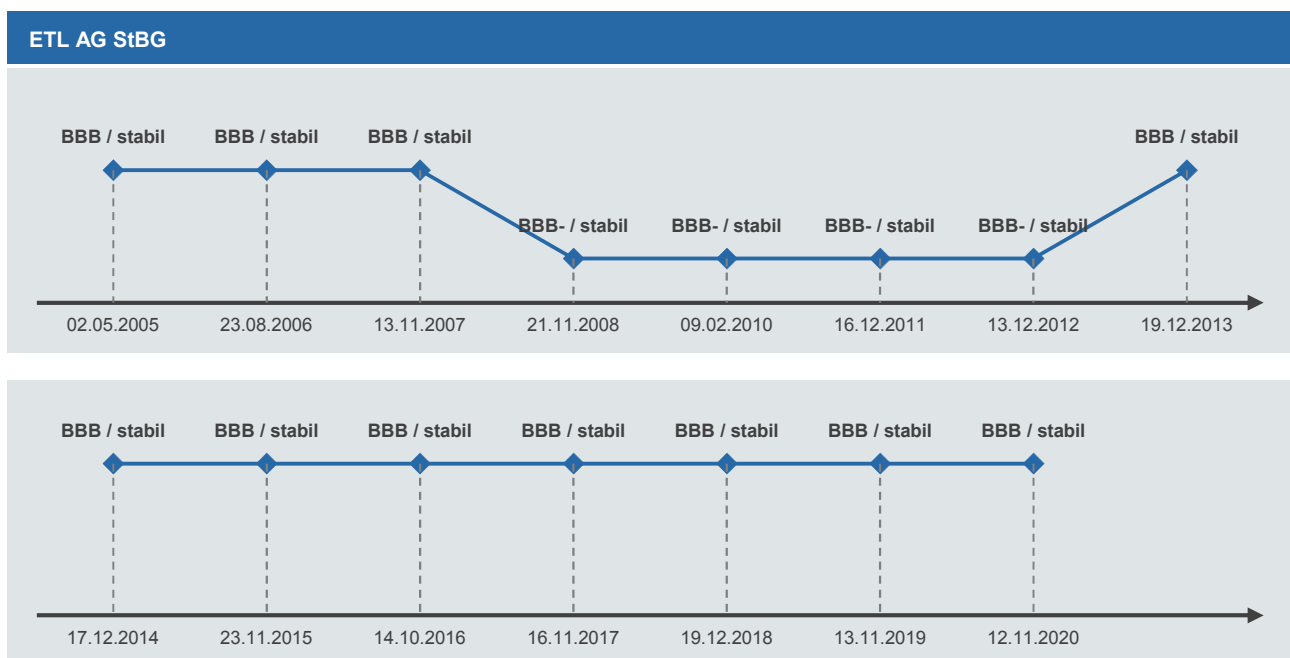
Faktoren, die zu einem Upgrade führen könnten

- Nachhaltige Verbesserung der Ertragskraft des ETL Konzerns und der ETL Gruppe (gruppenweit EBITDA-Marge > 22 %), z.B. durch Ausbau der Marktposition in der (On-line) Steuerberatung in Europa
- Nachhaltige Verbesserung der Kapitalstruktur (Eigenkapitalquote vor stillen Reserven > 15 %)
- Nachhaltige Verbesserung des Entschuldungspotenzials (Nettofinanzverbindlichkeiten/ EBITDA < 1,5x)

Faktoren, die zu einem Downgrade führen könnten

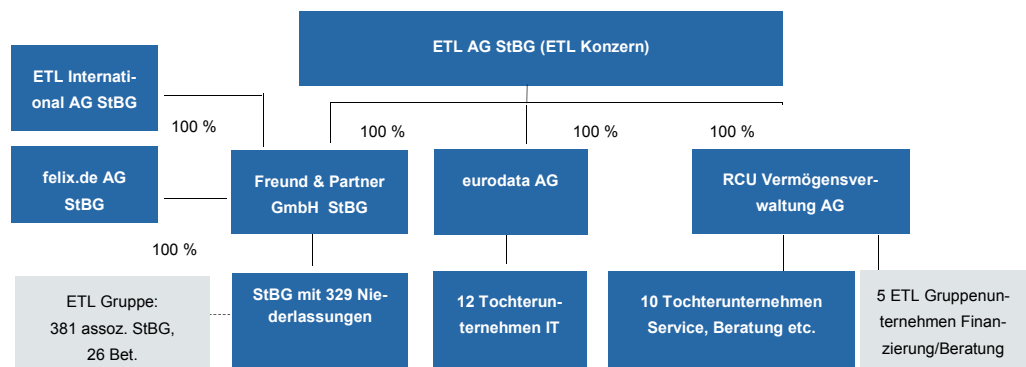
- Nachhaltige Verschlechterung der gruppenweiten EBITDA-Marge (< 17 %), z.B. durch Verfehlung der Wachstums-, Softwareentwicklungs- und Praxisreorganisationsziele
- Nachhaltige Verschlechterung der Kapitalstruktur (Eigenkapitalquote < 10 %) oder des Entschuldungspotenzials (Nettofinanzverbindlichkeiten/ EBITDA > 2,3x)

Ratinghistorie



Unternehmen

Ratingobjekt: ETL AG StBG Ratingobjekt ist die ETL AG Steuerberatungsgesellschaft (ETL Konzern). Diese bildet die Holding für die unter der Marke ETL bundesweit in rd. 700 Kanzleien und in Spanien, Großbritannien, Polen, die Niederlande, Tschechien, die Slowakei und Belgien (über die ETL International AG StBG) sowie in Österreich in ca. 200 Praxen zusammengeschlossenen Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte (ETL Gruppe). Die Zwischenholding Freund & Partner GmbH StBG (F & P Teilkonzern) bündelt administrative Zentralfunktionen für die autark geführten StB-Praxen der Unternehmensgruppe. Aufgrund der engen wirtschaftlichen, organisatorischen, finanziellen und/oder personellen Verflechtung und Bedeutung nahestehender und Verbundunternehmen wurde bei der Analyse auch die ETL Gruppe einbezogen. 381 assoziierte Steuerberatungsgesellschaften in der Rechtsform der GmbH, bei denen die F & P GmbH StBG aufgrund gesellschaftsrechtlicher Regelungen für Grundsatzentscheidungen die Einstimmigkeit der Stimmrechte benötigt, werden aufgrund des maßgeblichen faktischen Einflusses auf die Finanz- und Geschäftspolitik im F & P Teilkonzern At Equity bilanziert. Darüber hinaus hält die F & P GmbH StBG Beteiligungen an 107 eigenen Niederlassungen sowie Mehrheitsbeteiligungen an 148 ausländischen und 47 inländischen Tochterunternehmen, davon 21 ergebnisabführende Beteiligungen mit weiteren 222 Niederlassungen.



F & P Teilkonzern: (Digitale) Steuerberatung und Systemgeschäft im In- und Ausland

Die Freund & Partner GmbH bietet über das Tochterunternehmen felix.de AG StBG (felix1.de) bundesweit für Freiberufler und KMU differenzierte Leistungsangebote in der Online Steuerberatung an. Daneben ist die ETL Gruppe auf branchenspezifische Abrechnungssysteme spezialisiert.

Infrastruktur im ETL Verbund

Das Tochterunternehmen eurodata AG (eurodata) erstellt monatlich Lohnabrechnungen und sonstige IT-Dienstleistungen für die Kanzleien und Unternehmen. Zudem bietet es digitale Serviceleistungen an. Daneben entwickelt eurodata die gruppenübergreifend eingesetzte web- bzw. cloudbasierte Steuerberatungssoftware zur Effizienzsteigerung laufend fort. Das Tochterunternehmen RCU Vermögensverwaltung AG (RCU) ist auf zusätzliche Dienstleistungen in der Unternehmensberatung und Finanzierung spezialisiert. Das nahestehende Unternehmen ETL AG WPG gehört zu den 15 national führenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften.

Vorstandsvorsitz und Minderheitsaktionär Herr StB Wernze

Der Hauptaktionär Herr StB Wernze (49,24 %), weitere Vorstände und die ETL K&K GmbH StBG halten die Aktien der ETL AG StBG. Neben dem CEO Herrn StB Wernze sind die Herren StB Lenk (Steuerberatung Inland), StB Müller (ETL Systeme, Marketing), WP Dr. Gorny (Steuerberatung Ausland), CFO Herr WP StB Dr. Nottmeier und CLO StB RA Malzkorn Vorstände.

Anlage 1: Durchführung

Hinweis

Der vorliegende Bericht stellt eine stark verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 12. November 2020 dar. Maßgeblich für die Begründung der Ratingnotation ist der ausführliche Ratingbericht, der dem Unternehmen vorliegt und der von der Euler Hermes Rating GmbH nicht veröffentlicht wird.

Analysten

- Karl Holger Möller, Senior Analyst / Projektleitung
- Jörg Walbaum, Senior Analyst

Kontakt:

Tel.: +49 (0) 40/60 77 81 200
info@eulerhermes-rating.com

Ratingkomitee

- Dörte Mählmann, Direktor
- Holger Ludewig, Direktor

Rating, Mitwirkung, Wesentliche Informationsquellen

- Dieses Rating wurde in Übereinstimmung mit der Verordnung über Ratingagenturen (CRA Regulation) erstellt.
 - Beauftragtes Rating
 - Unbeauftragtes Rating
 - Ohne Mitwirkung der bewerteten Einheit oder verbundenen Dritten
 - Mit Mitwirkung der bewerteten Einheit oder verbundenen Dritten
 - Mit Zugang zu internen Dokumenten
 - Mit Zugang zum Management
- Vor der Veröffentlichung dieses Ratings hatte die bewertete Einheit die Möglichkeit, die wesentlichen Annahmen des Ratings, die im Ratingbericht dokumentiert wurden, zu prüfen. Nach Abschluss dieser Prüfung wurde das Rating vor der Veröffentlichung nicht angepasst.
- Wesentliche Informationsquellen:
 - Konzern-, Teilkonzern- und wesentliche Jahresabschlüsse nebst Lageberichten und Konsolidierungsunterlagen der Unternehmensgruppe 2017-2019
 - Auszüge aus dem internen Berichtswesen (z. B. Geschäftsentwicklung 2020, Finanzierungsübersicht, etc.)
 - Marktanalysen
 - Informationen zur Strategie und Unternehmensplanung
 - Emissionsprospekte der Schuldverschreibungen der Freund & Partner GmbH (ISIN DE000A2BPCH1/ WKN A2BPCH) vom 7. November 2016, (ISIN DE000A2E4HQ1/ WKN A2E4HQ) vom 7. November 2017, (ISIN DE000A2NBZ62/ WKN A2NBZ6) vom 19. November 2018 und Emissionsprospekt der Schuldverschreibungen (ISIN DE000A254NE8/ WKN A254NE) vom 26. November 2019
 - Kauf- und Finanzierungsverträge, Business Pläne, Sanierungskonzepte
 - Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
 - Gespräche mit dem Management

Ratingmethodik und Definitionen

- Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Mai 2016
(https://www.ehrq.de/seiten/Methodik_Emittentenrating_20171114.pdf)
- Grundlagen zur Erstellung von Ratings und sonstigen Dienstleistungen vom Juli 2020
(https://www.ehrq.de/seiten/Principles_200701.pdf)
- Allgemeine Hinweise für die Berücksichtigung von ESG-Faktoren in unseren Unternehmensratings vom März 2020
(https://www.ehrq.de/seiten/ESG_2020.pdf)

Euler Hermes Rating GmbH

Stadthausbrücke 5
20355 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40/60 77 81 200

info@eulerhermes-rating.com
www.eulerhermes-rating.com

Anlage 2: Ratingkategorien*

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR die höchste Kreditqualität sowie das geringste Ausfallrisiko auf.
AA	AA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr hohe Kreditqualität sowie ein sehr geringes Ausfallrisiko auf.
A	A geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine hohe Kreditqualität sowie ein geringes Ausfallrisiko auf.
BBB	BBB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine mittlere Kreditqualität sowie ein moderates Ausfallrisiko auf.
BB	BB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine mittlere bis geringe Kreditqualität sowie ein leicht erhöhtes Ausfallrisiko auf.
B	B geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine geringe Kreditqualität sowie ein erhöhtes Ausfallrisiko auf.
CCC	CCC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr geringe Kreditqualität sowie ein hohes Ausfallrisiko auf.
CC	CC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis ist sehr wahrscheinlich.
C	C geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis steht unmittelbar bevor.
D / SD	D geratete Einheiten weisen gemäß Ausfalldefinition der Ratingagentur ein Ausfallereignis auf. Sofern sich das Ausfallereignis nur auf bestimmte Fremdkapitalinstrumente bezieht, wird die geratete Einheit mit SD (Selective Default) geratet.
PLUS (+) MINUS (-)	Ratingkategorien von AA bis CCC werden bei Bedarf mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

* Für weitere Erläuterungen und Definitionen zum Rating: Siehe Grundlagen zur Erstellung von Ratings und sonstigen Dienstleistungen (https://www.ehrg.de/seiten/Principles_200701.pdf)

Anlage 3: Definition Finanzkennzahlen

Ertragskraft

EBITDA-Marge

EBITDA-Marge	
Zähler	
EBITDA	
Nenner	
Gesamtleistung	

Renditen

ROCE	
Zähler	
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)	
Nenner	
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)	

Gesamtkapitalrentabilität	
Zähler	
bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand	
Nenner	
bereinigtes Gesamtkapital	

Cashflow-Return on Investment

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)	
Zähler	
EBITDA	
Nenner	
bereinigtes Gesamtkapital	

Kapitalstruktur

Verschuldung

Eigenkapitalquote
Zähler
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Nettofinanzverbindlichkeiten

Nettofinanzverbindlichkeiten
Anleihen
+ Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
+ Wechselverbindlichkeiten
+ sonstige verzinsliche Verbindlichkeiten
+ Leasingverbindlichkeiten (operating lease)
+ Anpassungen durch ABS/Factoring-Transaktionen
- liquide Mittel

Entschuldungspotenzial

Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Gesamtkapital - wirtschaftliches Eigenkapital (= Gesamtverbindlichkeiten)
Nenner
EBITDA

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
EBITDA

Zinsdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
Zähler
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
Zähler
EBITDA
Nenner
Zinsaufwand

Disclaimer

Der Auftrag zur Durchführung des Ratings wurde am 10. März 2015 durch die ETL AG Steuerberatungsgesellschaft (Auftraggeber sowie bewertete Einheit) erteilt. Das Managementgespräch fand am 26. Oktober 2020 statt. Das Ratingkomitee der Euler Hermes Rating GmbH hat am 12. November 2020 das Ratingverfahren geprüft, die Ratingnotation erteilt sowie den Ratingbericht in der vorliegenden Fassung genehmigt. Am 18. Dezember 2020 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Auftraggeber übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen.

Das Rating ist eine Meinung der Euler Hermes Rating GmbH bezüglich der Kreditwürdigkeit bzw. Bonität einer bewerteten Einheit und stellt somit keine Tatsachenbehauptung dar. Die Euler Hermes Rating GmbH ist nicht in Käufe oder Verkäufe von Wertpapieren engagiert. Ihr Ratingbericht ist weder Verkaufsprospekt noch ein Substitut für Informationen, die von Unternehmen oder Emittenten für Investoren bezüglich des Kaufs von Wertpapieren oder zur Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Ratingobjekts aufzubereiten und darzulegen sind. Das Rating ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der bewerteten Einheit. Die bewertete Einheit hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle im Ratingbericht berücksichtigten Informationen in allen wesentlichen Gesichtspunkten richtig und vollständig sind, keine wesentlichen Aspekte verschwiegen wurden und soweit die Informationen zukunftsgerichtet sind, diese auf plausiblen, nachvollziehbaren und aktuellen Ausgangsdaten basieren und von der bewerteten Einheit mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Vertreter der bewerteten Einheit haben der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben. Die bewertete Einheit hat jedoch keine Garantie dafür übernommen, dass sich alle auf die Zukunft gerichteten Informationen, insbesondere die Projektionen, wie dargestellt realisieren. Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld wie auch unvorhersehbare Ereignisse können die zukunftsgerichteten Informationen und Projektionen entsprechend beeinträchtigen. Die Euler Hermes Rating GmbH haftet nicht für die Richtigkeit der von ihr bei der Erstellung des Ratings berücksichtigten Informationen und übernimmt keinerlei Garantie dafür, dass die Informationen implizit oder explizit richtig, fristgerecht, vollständig oder marktgerecht sind, auch nicht, dass die Informationen irgendeinem bestimmten Zweck entsprechen.

Das Rating wird auf den Internetseiten der Euler Hermes Rating GmbH (www.eulerhermes-rating.com) oder an Abonnenten (z. B. auf einem Portal) veröffentlicht. Es schließt sich somit verpflichtend ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung der bewerteten Einheit und ihres Umfelds weiter überwacht. Seitens der Vertreter der bewerteten Einheit besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Euler Hermes Rating GmbH führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnotation, sodass die veröffentlichte Ratingnotation jederzeit aktuell ist. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Ratingbericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen übernimmt die Euler Hermes Rating GmbH keine Gewährleistung, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Euler Hermes Rating GmbH ist nicht verpflichtet, die von ihr bei der Erstellung des Ratings berücksichtigten Informationen zu vervollständigen.

Die Verbreitung und die Nutzung des Ratings in bestimmte(n) Jurisdiktionen könnten gesetzlich verboten sein. Dementsprechend empfiehlt die Euler Hermes Rating GmbH Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, sich über eventuell bestehende Verbote zu informieren und diese zu beachten. Die Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Verbreitung und die Nutzung des Ratings in irgendeine Jurisdiktion.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 18. Dezember 2020