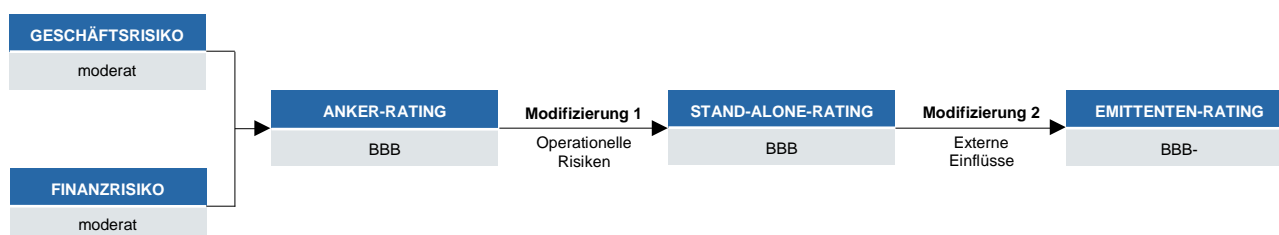


Emittentenrating

Freund & Partner GmbH StBG		16. November 2017	
		Emittentenrating	
		Ausblick	
		BBB-	
		stabil	
Branche	Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung	Umsatz 2016	€ 190 Mio.
		Mitarbeiter 2016	2.988



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

OPERATIONELLE RISIKEN	- 0
<ul style="list-style-type: none"> Intransparente Gruppenstruktur Insgesamt moderate operationelle Risiken 	

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

EXTERNE EINFLÜSSE	- 1
<ul style="list-style-type: none"> Abhängigkeiten von der ETL AG StBG sowie deren Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik 	

Finanzkennzahlen *	Ist 2014	Ist 2015	Ist 2016	FC 2017	Plan 2018	Plan 2019
EBITDA-Marge (%)	13,4	13,3	14,0	15,6	15,8	16,3
ROCE (%)	14,2	14,1	14,7	17,3	18,8	21,1
Eigenkapitalquote (%)	18,8	19,8	15,9	17,5	19,9	21,7
Verschuldungsgrad (%)	68,2	64,6	69,3	66,9	63,1	59,5
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	8,0	8,3	8,9	7,4	6,6	5,9
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	4,0	3,7	3,8	3,2	2,8	2,4
EBIT-Zinsdeckung	1,2	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6
EBITDA-Zinsdeckung	1,4	1,5	1,6	1,9	1,9	1,9

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHR

Ratingbegründung

Euler Hermes Rating bewertet die Bonität der Freund & Partner GmbH StBG mit BBB-. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung des Ratings.

Moderates Geschäftsrisiko durch national führende Marktposition und umfangreiche Regulierung

Die Freund & Partner GmbH StBG (F&P Teilkonzern) verfügt nach unserer Einschätzung durch die bundesweit führende Marktposition in der Steuerberatung mittelständischer Unternehmen und die umfangreiche Regulierung über ein moderates Geschäftsrisiko. Wettbewerbsvorteile sehen wir für die F&P GmbH StBG in dem regional stark diversifizierten Praxisportfolio, in der Online Steuerberatung, der modularen und integrierten Steuerberatungs- und Praxisorganisationssoftware, der hohen branchenspezifischen Systemkompetenz und der Nutzung der zentralen Infrastruktur der ETL Gruppe. Nach unserer Auffassung verfügt der F&P Teilkonzern in der Online Steuerberatung, durch Praxisakquisitionen sowie Synergien in der Wirtschaftsprüfung über Wachstumspotenziale. Risiken sehen wir durch die verstärkte Wettbewerbsintensität und Zyklizität in der Beratung, den Investitionsbedarf bei der Akquisition zunehmend größerer Kanzleien und eine langfristig geringere Komplexität der Steuergesetze.

Moderates Finanzrisiko durch sehr gute Ertragskraft, gute Kapitalstruktur sowie gute finanzielle Flexibilität

Das Finanzrisiko bewerten wir insgesamt als moderat. Der F&P Teilkonzern zeichnet sich durch eine hohe Ertragskraft und eine gute Kapitalstruktur durch hohe stille Reserven aus. Das Entschuldungspotenzial und die Zinsdeckungsrelationen sind durch das starke anorganische Wachstum aus unserer Sicht schwach befriedigend bis befriedigend. Durch den guten Zugang zu Finanzierungen der Kanzleihaber bewerten wir die finanzielle Flexibilität als gut.

Modifikationen des Anker-Ratings aufgrund externer Einflüsse

Schwächen bestehen in der Intransparenz der Gruppenstruktur. Die operationellen Risiken des F&P Teilkonzerns stehen unseres Erachtens im Einklang mit dem Anker-Rating. Risiken sehen wir in Abhängigkeiten von der ETL AG StBG (BBB, stabiler Ausblick) sowie deren Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik. Hierfür nehmen wir bei der Bewertung des F&P Teilkonzern einen Abschlag von einem Notch auf BBB- vor. Sollte sich die Bonität des ETL Konzerns verschlechtern und/ oder sollten sich Ausschüttungen an bzw. Unternehmensfinanzierungen und Haftungsrisiken gegenüber dem Hauptgesellschafter erhöhen, sehen wir Abwertungsrisiken durch externe Einflüsse des F&P Teilkonzerns.

Ratinghistorie

	17.12.2014	23.11.2015	14.10.2016/ 16.11.2017
Rating	BBB-	BBB-	BBB-
Ausblick	stabil	stabil	stabil

Unternehmen

Ratingobjekt: F&P Teilkonzern

Die Freund & Partner GmbH StBG (F&P Teilkonzern) ist Zwischenholding der ETL AG Steuerberatungsgesellschaft (ETL Konzern) für die in der European Tax & Law e. V. bundesweit in über 570 Kanzleien und in mehr als 50 Ländern zusammengeschlossenen über 1.400 mittelständischen Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte (vgl. gesonderte Berichterstattung zum Rating der ETL AG StBG vom 12. Oktober 2017). Die Zwischenholding bündelt administrative Zentralfunktionen für die autark geführten StB-Praxen der Unternehmensgruppe. Die mehr als 170.000 Mandate sind überwiegend mittelständische Unternehmen sowie Privatkunden. Aufgrund der engen wirtschaftlichen, organisatorischen, finanziellen und/ oder personellen Verflechtung und Bedeutung insbesondere der Schwestergesellschaften eurodata und RCU sowie wesentlicher nahestehender und Verbundunternehmen wurde bei der Analyse auch die ETL Gruppe einbezogen.

Die F&P GmbH StBG (vgl. Anlage 3) hält Beteiligungen an 108 eigenen Niederlassungen. Darüber hinaus ist die F&P GmbH StBG über Mehrheitsanteile an 44 Tochterunternehmen, davon 21 ergebnisabführende Beteiligungen mit weiteren 155 Niederlassungen, beteiligt. Zusätzliche 328 assoziierte Steuerberatungsgesellschaften in der Rechtsform der GmbH, an denen die F&P GmbH StBG aufgrund gesellschaftsrechtlicher Regelungen Minderheitenstimmrechte hält, werden aufgrund des maßgeblichen Einflusses auf die Finanz- und Geschäftspolitik im F&P Teilkonzern At Equity bilanziert.

Digitale Steuerberatung und Systemgeschäft

An rd. 150 inländischen Standorten bietet das Tochterunternehmen felix1.de AG StBG (felix1.de) bundesweit für Freiberufler und KMU differenzierte Leistungsangebote in der Online Steuerberatung an. Die Kanzleien sind im Systemgeschäft auf branchenspezifische Abrechnungssysteme, wie EKW (Tankstellen), ETL ADVISION (Heilberufe), ETL ADHOGA (Hotellerie, Gastronomie), ETL Franchise, ETL AGRAR-Dienst, ETL Startup, ETL Profisport und ETL Onlinehandel (im Aufbau) spezialisiert. Die Freund & Partner GmbH bündelt über direkte Beteiligungen und das Tochterunternehmen ETL International AG StBG das Auslandsgeschäft in der Steuerberatung mit Schwerpunkt Spanien und Großbritannien mit rd. 90 eigenen und einem Netzwerk von rd. 90 weiteren Kanzleien in mehr als 50 Ländern.

Infrastruktur im Verbund

Das Schwesterunternehmen eurodata AG (eurodata) bietet digitale Serviceleistungen an. Daneben entwickelt eurodata die gruppenübergreifend eingesetzte web- bzw. cloudbasierte Steuerberatungs- und Praxissoftware zur Effizienzsteigerung laufend fort. Das Schwesterunternehmen RCU Vermögensverwaltung AG (RCU) bietet zusätzliche Dienstleistungen in der Unternehmensberatung, Finanzierung und Versicherung an. Die RCU hat 2017 die Anteile und stille Beteiligung an dem Softwareunternehmen SHD Group GmbH veräußert.

Vorstandsvorsitzender und Hauptaktionär

Die Anteile der F&P GmbH StBG werden zu 92,31 % durch den Hauptaktionär und Vorstandsvorsitzenden der ETL AG StBG, Herrn StB Franz-Josef Wernze gehalten. Geschäftsführer sind insgesamt zwölf Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte, die teilweise zugleich Vorstände und Mitglieder der Geschäftsleitung der ETL AG StBG sind. Rund 30 % der Kanzleiimmobilien befinden sich im Eigentum von Objekt-GbR's, an denen sowohl Herr StB Franz-Josef Wernze als auch die jeweils ortsansässigen Kanzleileiter beteiligt sind.

Anlage 1: Durchführung

Analysten

- Karl Holger Möller, Senior Analyst und Projektleiter
- Katia Winkler, Senior Analyst

Ratingkomitee

- Dörte Mählmann, Direktor
- Holger Ludewig, Direktor

Wesentliche Informationsquellen

- Teilkonzern- und wesentliche Jahresabschlüsse nebst Lageberichten und Konsolidierungsunterlagen der Unternehmensgruppe 2014-2016
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen (z. B. Geschäftsentwicklung 2017, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategie und Unternehmensplanung
- Emissionsprospekt der Schuldverschreibungen (ISIN DE000A2BPCH1/ WKN A2BPCH) vom 7. November 2016
- Emissionsprospekt der Schuldverschreibungen (ISIN DE000A2E4HQ1/ WKN A2E4HQ) vom 7. November 2017
- Kauf- und Finanzierungsverträge, Business Pläne, Sanierungskonzepte
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management und den Geschäftsführern einzelner Segmente und Kanzleien

Ratingmethodik

- Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Mai 2016 (<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2016.pdf>)

Euler Hermes Rating GmbH

Friedensallee 254
22763 Hamburg
GERMANY
Tel.: +49 (0) 40/88 34-640

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

Anlage 2: Ratingkategorien

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG die höchste Kreditqualität sowie das geringste Ausfallrisiko auf.
AA	AA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr hohe Kreditqualität sowie ein sehr geringes Ausfallrisiko auf.
A	A geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine hohe Kreditqualität sowie ein geringes Ausfallrisiko auf.
BBB	BBB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine mittlere Kreditqualität sowie ein moderates Ausfallrisiko auf.
BB	BB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine mittlere bis geringe Kreditqualität sowie ein leicht erhöhtes Ausfallrisiko auf.
B	B geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine geringe Kreditqualität sowie ein erhöhtes Ausfallrisiko auf.
CCC	CCC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr geringe Kreditqualität sowie ein hohes Ausfallrisiko auf.
CC	CC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis ist sehr wahrscheinlich.
C	C geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG 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.

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 8. Oktober 2014 durch die Freund & Partner GmbH Steuerberatungsgesellschaft (Auftraggeber sowie bewertete Einheit) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 27. September 2017 statt. Das Ratingkomitee der Euler Hermes Rating GmbH hat am 16. November 2017 das Ratingverfahren geprüft, die Ratingnotation erteilt sowie den Ratingbericht in der vorliegenden Fassung genehmigt. Am 10. Januar 2018 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, 10. Januar 2018