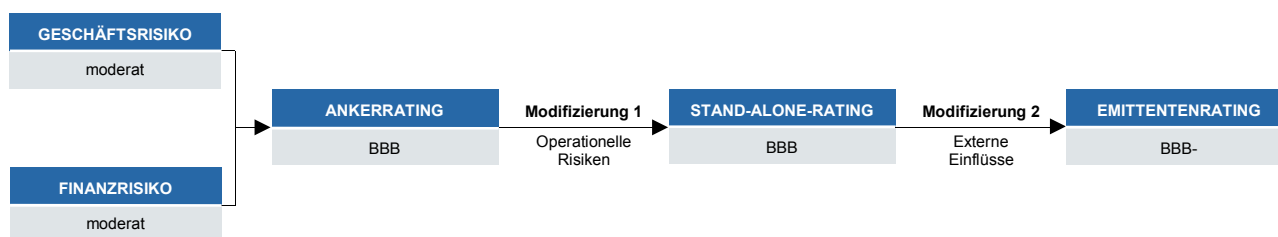


Emittentenrating

Freund & Partner GmbH StBG		19. Dezember 2018	
		Emittentenrating	
		Ausblick	BBB- stabil
Branche	Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung	Umsatz 2017	€ 197,4 Mio.
		Mitarbeiter 2017	3.216



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 	

OPERATIONELLE RISIKEN	- 0
<ul style="list-style-type: none"> Intransparente Gruppenstruktur Insgesamt moderate operationelle 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	- 1
<ul style="list-style-type: none"> Abhängigkeiten von der ETL AG StBG sowie deren Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik 	

Finanzkennzahlen *	Ist 2015	Ist 2016	Ist 2017	Plan 2018**	Plan 2019**	Plan 2020**
EBITDA-Marge (%)	13,3	13,5	15,2	15,8	16,3	17,0
ROCE (%)	14,1	14,1	16,3	19,0	21,3	24,3
Eigenkapitalquote (%)	19,8	15,1	17,6	22,4	24,3	25,9
Verschuldungsgrad (%)	64,6	70,7	69,8	57,9	54,2	50,5
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	8,3	9,3	7,0	6,4	5,7	5,0
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,7	4,0	3,5	2,5	2,2	1,8
EBIT-Zinsdeckung	1,2	1,2	1,4	1,6	1,6	1,7
EBITDA-Zinsdeckung	1,5	1,5	1,7	1,9	1,9	1,9

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

** Stand 2017 vor Anpassung der gesellschaftsrechtlichen Struktur und des Konsolidierungskreises

Ratingbegründung

Euler Hermes Rating bestätigt 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 integrierten Steuerberatungs- und Praxisorganisationssoftware, der hohen branchenspezifischen Systemkompetenz und der Nutzung der zentralen Infrastruktur der ETL Gruppe. Wachstumspotenziale sehen wir insbesondere in Praxisakquisitionen und durch Synergien im Ausbau der Wirtschaftsprüfung im In- und Ausland sowie in der gruppenweiten digitalen Praxisreorganisation. Risiken bestehen aus unserer Sicht in der verstärkten Wettbewerbsintensität, erhöhten Akquisitionsrisiken größerer und ausländischer Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und einer langfristig geringeren Komplexität der Steuergesetze.

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

Das Finanzrisiko bewerten wir insgesamt als moderat. Der F&P Teilkonzern zeichnet sich durch eine gute bis sehr gute Ertragskraft aus. Aufgrund der initiierten Maßnahmen zur gruppenweiten Erlössteigerung, Praxisreorganisation 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. Bei den Zinsdeckungen ist zu berücksichtigen, dass sie durch hohe verzinsliche Vorabvergütungen der Kanzleihinhaber schwächer ausfallen. Durch den guten Zugang zu Finanzierungen der Kanzleihinhaber 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 Teilkonzerns 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 den Hauptgesellschaftern erhöhen, sehen wir Abwertungsrisiken durch externe Einflüsse des F&P Teilkonzerns.

Ratinghistorie

	17.12.2014	23.11.2015	14.10.2016	16.11.2017	19.12.2018
Rating	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Ausblick	stabil	stabil	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 unter der Marke ETL bundesweit in über 600 Kanzleien und in mehr als 50 Ländern zusammengeschlossenen über 1.500 mittelständischen Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte (vgl. gesonderte Berichterstattung zum Rating der ETL AG StBG vom 19. Dezember 2018). Die Zwischenholding bündelt administrative Zentralfunktionen für die autark geführten StB-Praxen der Unternehmensgruppe. Die mehr als 180.000 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 105 eigenen Niederlassungen. Darüber hinaus ist die F&P GmbH StBG über Mehrheitsanteile an 43 Tochterunternehmen, davon 21 ergebnisabführende Beteiligungen mit weiteren 163 Niederlassungen, beteiligt. Zusätzliche 322 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 felix.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 und Forst, ETL SFS (Senioren) sowie ETL Onlinehandel spezialisiert. Die Freund & Partner GmbH bündelt über das Tochterunternehmen ETL International AG StBG mit Ausnahme von Österreich das Auslandsgeschäft in der Steuerberatung mit Schwerpunkt Spanien, Niederlande und Großbritannien mit rd. 113 eigenen und einem Netzwerk von 107 weiteren Kanzleien.

Auslandsaktivitäten

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.

Vorstandsvorsitz und Minderheitsaktionär der ETL AG StBG Herr F.-J. Wernze

Für Ende Januar 2019 planen die Aktionäre die Veräußerung von 40,482 % der Aktien der ETL AG StBG an die ETL K&K GmbH StBG (ETL K&K). Der Gesellschafterkreis der ETL K&K besteht aus vier Gesellschaftern, die jeweils 20 % der Geschäftsanteile halten und zugleich Vorstände der ETL AG StBG sind, sowie einem weiteren neuen Gesellschafter. Herr StB F.-J. Wernze bleibt weiterhin mit einer Beteiligung von 49,207 % Hauptaktionär der ETL AG StBG bzw. Hauptgesellschafter der F&P GmbH StBG. Geschäftsführer der F&P GmbH StBG sind insgesamt zwölf Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte, die teilweise zugleich Vorstände und Mitglieder der Geschäftsleitung der ETL sind. Rund 30 % der Kanzleiimmobilien befinden sich im Eigentum von Objekt-GbR's, an denen sowohl Herr StB F.-J. Wernze als auch die jeweils ortsansässigen Kanzleileiter beteiligt sind.

Anlage 1: Durchführung

Hinweis

Der vorliegende Bericht stellt eine stark verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 19. Dezember 2018 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 und Projektleiter
- Gundel Bergknecht, Senior Analyst

Ratingkomitee

- Dörte Mähmann, Direktor
- Holger Ludwig, Direktor

Wesentliche Informationsquellen

- Teilkonzern- und wesentliche Jahresabschlüsse nebst Lageberichten und Konsolidierungsunterlagen der Unternehmensgruppe 2015-2017
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen (z. B. Geschäftsentwicklung 2018, 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
Tel.: +49 (0) 40/88 34-64 0
Fax: +49 (0) 40/88 34-64 13

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 10. Oktober 2018 statt. Das Ratingkomitee der Euler Hermes Rating GmbH hat am 19. Dezember 2018 das Ratingverfahren geprüft, die Ratingnotation erteilt sowie den Ratingbericht in der vorliegenden Fassung genehmigt. Am 14. März 2019 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, 14. März 2019