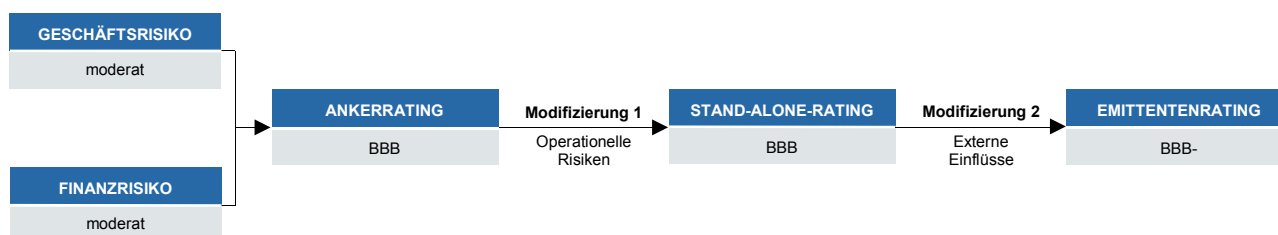


# Emittentenrating

<b>Freund &amp; Partner GmbH StBG</b>		13. November 2019	<b>BBB-</b>
		Emittentenrating	
		Ausblick	stabil
Branche	Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung	Umsatz 2018	€ 207,7 Mio.
		Mitarbeiter 2018	3.419



<b>GESCHÄFTSRISIKO</b>	<b>moderat</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Führende Marktposition in der durch Standesrecht geschützten Steuerberatung in Deutschland</li> <li>Diversifiziertes dezentrales Praxisportfolio</li> <li>Wettbewerbsvorteile durch integrierte Steuerberatungssoftware sowie Spezialisierung</li> <li>Risiken durch erhöhte Wettbewerbsintensität</li> </ul>	

<b>OPERATIONELLE RISIKEN</b>	<b>- 0</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Intransparente Gruppenstruktur</li> <li>Insgesamt angemessene Handhabung der operationellen Risiken</li> </ul>	

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

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

Finanzkennzahlen *	Ist 2016	Ist 2017	Ist 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021
EBITDA-Marge (%)	13,5	15,2	12,5	14,9	16,9	17,9
ROCE (%)	14,1	16,3	13,8	15,9	18,9	22,0
Eigenkapitalquote (%)	15,1	17,6	12,1	18,7	17,6	17,3
Verschuldungsgrad (%)	70,7	69,8	77,4	63,6	66,7	67,8
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	9,3	7,0	9,2	6,3	5,3	4,5
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	4,0	3,5	4,3	2,5	2,3	2,0
EBIT-Zinsdeckung	1,2	1,4	1,1	1,6	1,8	2,0
EBITDA-Zinsdeckung	1,5	1,7	1,4	2,5	2,8	3,1

\* bereinigt auf Basis der EHR Analysegrundsätze; Planung durch Erstkonsolidierungen nur bedingt vergleichbar

# 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 Strukturwandel, 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 Steuerberatungssoftware, der hohen branchenspezifischen Systemkompetenz und der Nutzung der zentralen Infrastruktur der ETL Gruppe. Wachstumspotenziale sehen wir insbesondere in Praxisakquisitionen im In- und Ausland, durch Synergien in der gruppenweiten digitalen Praxisreorganisation, in der Entwicklung kundenspezifischer KI Dienstleistungen sowie durch den Ausbau der Wirtschaftsprüfung. Risiken bestehen aus unserer Sicht in der verstärkten Wettbewerbsintensität, erhöhten Akquisitionsrisiken größerer und ausländischer Steuerberatungsgesellschaften und 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 F & P Teilkonzern zeichnet sich durch eine gute bis sehr gute Ertragskraft aus. Aufgrund der gruppenweiten Erlössteigerung 2019 sowie der initiierten Maßnahmen zur Ausschöpfung neuer Gebührenspielräume, zur 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**

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

	17.12.2014-16.11.2017	19.12.2018	13.11.2019
<b>Rating</b>	BBB-	BBB-	BBB-
<b>Ausblick</b>	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 630 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 13. November 2019). Die Zwischenholding bündelt administrative Zentralfunktionen für die autark geführten StB-Praxen der Unternehmensgruppe. Die mehr als 200.000 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 (u. a. ETL AG WPG) und Verbundunternehmen wurde bei der Analyse auch die ETL Gruppe einbezogen.

Die F & P GmbH StBG (vgl. Anlage 3) hält Beteiligungen an 106 eigenen Niederlassungen. Darüber hinaus ist die F & P GmbH StBG über Mehrheitsanteile an 44 Tochterunternehmen, davon 21 ergebnisabführende Beteiligungen mit weiteren 222 Niederlassungen, beteiligt. Zusätzliche 396 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 Fynax (eCommerce) 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, Großbritannien und Polen mit 132 eigenen und einem Netzwerk weiterer kooperierender Kanzleien.

## **Auslandsaktivitäten**

## **Infrastruktur im Verbund**

Das Schwesterunternehmen eurodata AG (eurodata) bietet digitale Serviceleistungen an. Daneben entwickelt eurodata die gruppenübergreifend eingesetzte web- bzw. cloudbasierte Steuerberatungssoftware zur Effizienzsteigerung laufend fort. Das Schwesterunternehmen RCU Vermögensverwaltung AG (RCU) bietet zusätzliche Dienstleistungen in der Unternehmensberatung und Finanzierung an.

## **Vorstandsvorsitz und Minderheitsaktionär der ETL AG StBG: Herr StB Wernze**

Seit Anfang 2019 hält der Hauptaktionär Herr StB Wernze jeweils 49,24 % der Aktien der ETL AG StBG bzw. Anteile der F & P GmbH StBG. Die Mehrheit der Anteile der Neugesellschafterin ETL K & K GmbH StBG (ETL K & K; 40,48 %) hält das Management der ETL AG StBG (Herren StB Müller, WP Dr. Gorny, CLO StB RA Malzkorn und StB Lenk). Geschäftsführer der F & P GmbH sind insgesamt zwölf Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte, die teilweise zugleich Vorstände und Mitglieder der Geschäftsleitung der ETL AG StBG sind.

## Anlage 1: Durchführung

### Hinweis

Der vorliegende Bericht stellt eine stark verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 13. November 2019 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
- Jörg Walbaum, Senior Analyst

### Ratingkomitee

- Dörte Mähmann, Direktor
- Holger Ludewig, Direktor

### Wesentliche Informationsquellen

- Konzern-, Teilkonzern- und wesentliche Jahresabschlüsse nebst Lageberichten und Konsolidierungsunterlagen der Unternehmensgruppe 2016-2018
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen (z. B. Geschäftsentwicklung 2019, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- 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 Entwurf Emissionsprospekt der Schuldverschreibungen (ISIN DE000A254NE8/ WKN A254NE) vom 22. Oktober 2019
- 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 ([https://www.ehrg.de/seiten/Methodik\\_Emittentenrating\\_20171114.pdf](https://www.ehrg.de/seiten/Methodik_Emittentenrating_20171114.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
<b>AAA</b>	AAA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR die höchste Kreditqualität sowie das geringste Ausfallrisiko auf.
<b>AA</b>	AA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr hohe Kreditqualität sowie ein sehr geringes Ausfallrisiko auf.
<b>A</b>	A geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine hohe Kreditqualität sowie ein geringes Ausfallrisiko auf.
<b>BBB</b>	BBB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine mittlere Kreditqualität sowie ein moderates Ausfallrisiko auf.
<b>BB</b>	BB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine mittlere bis geringe Kreditqualität sowie ein leicht erhöhtes Ausfallrisiko auf.
<b>B</b>	B geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine geringe Kreditqualität sowie ein erhöhtes Ausfallrisiko auf.
<b>CCC</b>	CCC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr geringe Kreditqualität sowie ein hohes Ausfallrisiko auf.
<b>CC</b>	CC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis ist sehr wahrscheinlich.
<b>C</b>	C geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHR eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis steht unmittelbar bevor.
<b>D / SD</b>	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.
<b>PLUS (+) MINUS (-)</b>	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	
<b>Zähler</b>	
EBITDA	
<b>Nenner</b>	
Gesamtleistung	

#### Renditen

ROCE	
<b>Zähler</b>	
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)	
<b>Nenner</b>	
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)	

Gesamtkapitalrentabilität	
<b>Zähler</b>	
bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand	
<b>Nenner</b>	
bereinigtes Gesamtkapital	

#### Cashflow-Return on Investment

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)	
<b>Zähler</b>	
EBITDA	
<b>Nenner</b>	
bereinigtes Gesamtkapital	

## Kapitalstruktur

### Verschuldung

Eigenkapitalquote
<b>Zähler</b>
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
<b>Nenner</b>
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
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
<b>Zähler</b>
Gesamtkapital - wirtschaftliches Eigenkapital (= Gesamtverbindlichkeiten)
<b>Nenner</b>
EBITDA

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
EBITDA

### Zinsdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
<b>Zähler</b>
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
<b>Zähler</b>
EBITDA
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand

## Disclaimer

Der Auftrag zur Durchführung des Ratings wurde am 10. März 2015 durch die Freund & Partner GmbH Steuerberatungsgesellschaft (Auftraggeber sowie bewertete Einheit) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 24. September 2019 statt. Das Ratingkomitee der Euler Hermes Rating GmbH hat am 13. November 2019 das Ratingverfahren geprüft, die Ratingnotation erteilt sowie den Ratingbericht in der vorliegenden Fassung genehmigt. Am 18. Dezember 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](http://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 2019